

重要性が高まる非財務情報開示と今後の論点

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 企業がサステナビリティ課題解決に向けた財源を、持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）も含めて金融市場から円滑に調達し、投資家等と向き合う上でカギとなるのが、情報開示（ディスクロージャー）である。情報開示では、企業価値に財務面のみならず、非財務面の要素が影響を及ぼす傾向が高まっているため、財務・非財務情報ともにバランス良く開示することが求められている。
2. 非財務情報開示は、サステナブルファイナンス市場が本格的に拡大し始めた2010年代後半頃から、（1）国際的に共通する開示枠組みの開発、（2）一部の国・地域における開示の義務化、等を通じた充実化に向けた動きが見られている。
3. 非財務情報開示は、今後も世界が持続可能な社会の実現を目指す中で、投資家等のステークホルダーのニーズも背景に充実化の流れが続くと想定される。今後の主な論点としては、（1）企業価値向上のツールとしての位置づけ、（2）情報の質の確保、（3）インパクトレポートも通じたインパクトの創出、が挙げられる。
4. 企業経営において、非財務情報開示の重要性は今後もますます高まると考えられるが、開示がゴールではなく、質の確保やインパクトの創出とともに、開示プロセスも通じて価値向上にどのように活かしていくかがカギになろう。将来的には、金融市場において、非財務情報開示を価値向上のツールとして活かした経営を実現している企業が選好される動きが加速する可能性もあり、今後の動向が注目されるところである。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「IFRS サステナビリティ開示基準の策定動向—公開草案で具体化された開示要件—」『野村サステナビリティクォーターリー』第3巻第3号（2022年夏号）
- ・西山賢吾「人的資本情報開示の近況—法定開示化の進展と任意開示の進化—」『野村サステナビリティクォーターリー』第3巻第3号（2022年夏号）
- ・林宏美「自然資本関連リスク等の情報開示整備に向けた TNFD の正式発足—TCFD の自然資本版—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年夏号）

I サステナブルファイナンスの拡大と非財務情報開示への焦点

持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）やその代表的な手法としての環境・社会・ガバナンス（ESG）投資が近年、拡大している。サステナブルファイナンスは、2015年の持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定といった国際的合意を契機に世界的に広がり、2020年に入って世界的大流行となった新型コロナウイルス感染症問題も後押しする形でさらに発展を続けている。例えば、投資に受託者責任の下でESGの要素を考慮する責任投資原則（PRI）に署名した機関の運用資産総額は2021年3月末時点で、約121.3兆ドルに達している¹。これは、世界の上場株式の時価総額（2022年10月末時点、約93.6兆ドル）を上回る規模である。

サステナブルファイナンスが発展を続ける背景として、SDGsやパリ協定の達成に向けて多額の財源を要することが挙げられる²。日本では、菅義偉内閣総理大臣（当時）が2020年10月、2050年までのカーボンニュートラル実現を目指す旨を表明したが、政府は同目標の実現に向けて今後10年間に総額約150兆円の投資額を要するとの試算を公表している³。このような多額の資金は、国・地方公共団体といった公的セクターだけでは賄いきれない上、企業や金融機関の内部留保だけで必要な投資額を確保するのも困難である。そのため、全てのステークホルダーが持続可能な社会の実現に向けて、金融市場も通じて必要な財源を確保し、解決に向けた取り組みを強化することが求められている。

企業がサステナビリティ課題解決に向けた資金を、サステナブルファイナンスも含めて金融市場から円滑に調達し、投資家等と向き合う上でカギとなるのが、情報開示（ディスクロージャー）である。企業にとっての情報開示は、業務内容、経営方針、財務状況等の情報を幅広く公開することを指し、企業経営の透明性を高め、投資者のみならず、消費者、取引先、金融機関等の幅広いステークホルダーからの信頼を維持・向上することを主目的とするものである。情報開示では、企業価値に財務面のみならず、非財務面の要素が影響を及ぼす傾向が高まっていることもあり、財務・非財務情報ともにバランス良く開示することが求められている。

本稿では、非財務情報開示の重要性が高まる背景及び充実化に向けた国内外の動きを概観した上で、今後の注目点を論考する。

¹ PRI, “About the PRI.”

² 例えば、世界的には、（1）SDGs達成に向けて2016～2030年までに毎年5～7兆ドル（国際連合）、（2）世界のパリ協定の目標達成に向けて2040年までに総額54.4兆～67.8兆ドル（国際エネルギー機関〔IEA〕）、といった想定コストが見込まれている。（United Nations Conference on Trade and Development, “Development and Globalization Facts and Figures 2016,” July 2016; International Energy Agency, “World Energy Outlook 2021,” October 2021）

³ 経済産業省「クリーンエネルギー戦略 中間整理」2022年5月13日。

II 非財務情報の定義・概念と開示の重要性が高まる背景

本章では、非財務情報の定義と類似の概念を把握した上で、非財務情報開示の重要性が高まる背景について概観する。

1. 非財務情報の定義と類似の概念

1) 非財務情報の定義

非財務情報とは、一般的に、開示情報のうち、経営成績等の財務情報以外の情報を指す。2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、非財務情報を「経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等」と定義付けるとともに、財務情報と非財務情報の適切な開示を促し、とりわけ非財務情報が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきと記されている^{4, 5}（図表1参照）。

図表1 コーポレートガバナンス・コードにおける財務情報・非財務情報の定義

項目	内容
財務情報	会社の財政状態・経営成績等
非財務情報	(会社の)経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—」2021年6月11日、より野村資本市場研究所作成

2) 非財務情報と類似の概念

非財務情報は、ESG情報、インパクト、無形資産等と類似の概念として使われることもある。ESG情報については広く認識されている定義はないとみられるが⁶、投資家が求めるESG情報としては、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用受託機関を対象に実施したアンケート結果が参考になり得る（図表2参照）。世界かつ日本最大の投資家であるGPIFでは、運用受託機関に対して、重大なESG課題について、（投資先企業等に対して）積極的な対話を求めている。同アンケート結果では、気候変動、ダイバーシティ、サプライチェーンなどのESG各分野の項目に加え、情報開示も課題と認識する傾向が示されている。

⁴ 基本原則3では、「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。」と示されている。（東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」2021年6月11日）

⁵ 改訂コーポレートガバナンス・コードに関する詳細は、西山賢吾「主体的・能動的な対応が求められるCGコードの改訂」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）、を参照されたい。

⁶ ちなみに、PRIでは、ESG課題の例として、(1) 環境（E）関連で、気候変動、資源枯渇、廃棄、汚染、森林破壊等、(2) 社会（S）関連で、人権、現代奴隷、児童労働、労働条件、雇用関係等、(3) ガバナンス（G）関連で、贈収賄・汚職、役員報酬、役員多様性・構成、ロビー活動・政治献金、税務戦略等、を挙げている。（Principles for Responsible Investment, “What is Responsible Investment?”）

図表 2 運用受託機関が考える重大な ESG 課題

＜国内株式パッシブ＞		＜国内株式アクティブ＞		＜外国株式パッシブ＞		＜外国株式アクティブ＞	
E 気候変動	100	G 取締役会構成・評価	100	E 気候変動	100	E 気候変動	100
G コーポレートガバナンス	100	G 少数株主保護 (政策保有等)	100	* サプライチェーン	100	* サプライチェーン	86
* 情報開示	100	* 情報開示	100	* 情報開示	100	* 情報開示	86
* サプライチェーン	100	* サプライチェーン	88	* ダイバーシティ	100	G コーポレートガバナンス	86
* ダイバーシティ	100	E 気候変動	88	G コーポレートガバナンス	75	S その他・社会	86
* 不祥事	100	G 資本効率	88	S その他・社会	75	S 健康と安全	86
G 取締役会構成・評価	83	* ダイバーシティ	75	S 健康と安全	75	G 取締役会構成・評価	86
G 少数株主保護 (政策保有等)	83	* 不祥事	75	G 取締役会構成・評価	75	S 人権と地域社会	86
G 資本効率	83	S 人権と地域社会	75	E 水資源・水使用	75	S 社会市場機会	71
S 人権と地域社会	83	E 廃棄物管理	75	G その他・ガバナンス	75	* ダイバーシティ	57
E 生物多様性	83	G コーポレートガバナンス	63	E その他・環境	75	E 水資源・水使用	57
E 廃棄物管理	67	E 環境市場機会	63	E 森林伐採	75	E 環境市場機会	57
E 環境市場機会	67	G その他・ガバナンス	63	G リスクマネジメント	75	G 資本効率	57
S その他・社会	67	E 汚染と資源	63	E 生物多様性	75	G 少数株主保護 (政策保有等)	57
S 健康と安全	67	S 労働基準	63			S 労働基準	57
E 水資源・水使用	67						
S 製品サービスの安全	67						
E 森林伐採	67						
G 腐敗防止	67						

＜国内債券＞		＜外国債券＞	
* 情報開示	100	E 気候変動	95
E 気候変動	93	G コーポレートガバナンス	70
G コーポレートガバナンス	79	S 健康と安全	70
G 取締役会構成・評価	64	* サプライチェーン	65
* サプライチェーン	57	E 汚染と資源	65
* ダイバーシティ	57	S 人権と地域社会	65
E 環境市場機会	57	S 労働基準	65
* 不祥事	57	G 腐敗防止	65

(注) 1. 2021年12月時点で年金積立金管理運用独立行政法人の株式運用受託機関及び債券運用受託機関に行った調査。

2. リストの数値は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を選んだ機関数の比率(%)。

3. リストは各運用方法において、5割超の運用受託機関が重大なESG課題として挙げた課題。

グレーライトは各運用手法において全機関が挙げた課題。なお、国内株式については、アクティブとパッシブ両方を受託している運用受託機関の場合、年金積立金管理運用独立行政法人の委託額の多いマンデートでカウント。

4. リストのEは環境、Sは社会、Gはガバナンス、*はESGのうち複数テーマ。

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人「2021年度業務概況書」2022年、より野村資本市場研究所作成

一方、インパクトは、非財務要素の一種と考えられる。端的には環境面・社会面への効果を意味し⁷、金融市場で長らく根付いてきた投資判断の尺度であるリスク、リターンに次ぐ評価軸として注目が集まっている⁸。インパクトに着目したファイナンス（インパクトファイナンス）は、21世紀に入った頃から本格的に発展しており、SDGs やパリ協定といった国際的合意の存在もあり、市場規模も拡大傾向にある。例えば、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）は、世界のインパクト投資残高（2019年末時点）を約7,150億ドルと推計している⁹。日本でも近年、インパクトファイナンスに対する注目が高まっており、Global Steering Group for Impact Investment（GSG）国内諮問委員会は2022年3月に公表した2021年度調査にて、日本におけるインパクト投資残高の最大推計値を約5兆3,300億円と公表している¹⁰。

他方、無形資産は、国際会計基準（IAS）第38号において「物質的実体のない識別可能な非貨幣性資産」と定義付けられている¹¹。政府の検討会が2022年1月に公表した「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」では、無形資産について、特許権、商標権、意匠権、著作権といった知的財産権（知財権）に限らず、技術、ブランド、デザイン、コンテンツ、データ、ノウハウ、顧客ネットワーク、信頼・レピュテーション、バリューチェーン、サプライチェーン、これらを生み出す組織能力・プロセスなど、幅広い範囲を挙げている¹²。

2. 非財務情報開示の重要性が高まる背景

非財務情報開示は、サステナブルファイナンスの進展に先立ち、20世紀後半頃から企業価値に占める非財務要素の割合が高まってきたことを通じて、投資家、企業、金融機関といったステークホルダーからますます求められるようになってきている。本稿では、代表的

⁷ インパクトには、「事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果」（Global Steering Group for Impact Investment〔GSG〕国内諮問委員会）、「プロジェクトや計画によって生じる、直接的若しくは間接的、意図的若しくは意図的でないポジティブ・ネガティブな効果」（Impact Management Project〔IMP〕）等の定義がある。インパクト及びインパクトファイナンスの詳細については、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）、を参照されたい。

⁸ 例えば、野村證券とブルームバーグは共催で2019年7月4日に、発行体、投資家等を対象として「サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場」と題したセミナーを開催し、その参加者（発行体、投資家、金融機関等）を対象にアンケートを実施した。同アンケートで、「SDGs債投資に求めるもの」を質問したところ、「インパクトの追求」が最も多く、「リターンの追求」と「リスク軽減」の回答数が拮抗する形となった。（江夏あかね「『ESG債市場の持続的発展に関する研究会』及びセミナー報告」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第2号〔2019年秋号〕）

⁹ Global Impact Investing Network, “Annual Impact Investor Survey 2020,” June 2020.

¹⁰ なお、アンケート調査で把握できた投資残高（2021年度末、最終投資家へのインパクト測定・マネジメント〔IMM〕の共有・有）は、約1兆3,204億円と示している。（GSG国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題（2021年度調査）」2022年3月31日）

¹¹ 田邊朋子「会計 IFRS 及び IAS の解説（第 11 回）IAS 第 38 号『無形資産』」『会計・監査ジャーナル』第 646 号、日本公認会計士協会、2009 年 5 月。

¹² 知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」2022年1月28日。

な実証研究として、(1) ニューヨーク大学のバルーク・レブ教授等、(2) 米国のオーシャン・トモ、による成果を取り上げる。

1) ニューヨーク大学のバルーク・レブ教授等による研究

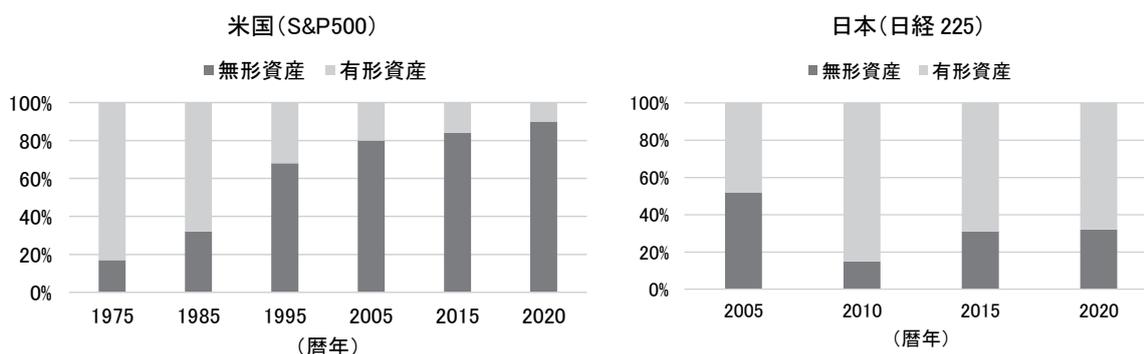
ニューヨーク大学のバルーク・レブ教授等は、企業の時価総額のうち利益と純資産が寄与する割合は1950年代の90%以上から、2013年には約50%に一貫して低下しており、企業の財務情報が投資家にとって価値関連性の高いものではなくなってきていると指摘している¹³。その要因として、1980年代に入った頃から(1) 経済と企業が産業化時代から情報化時代に移行し、ソフトウェア、バイオテック、インターネットサービス等の無形の産業が生まれるなど、無形資産の経済的役割の拡大、(2) 企業における主な価値の源泉が建物、工場、機械、棚卸資産から、特許、ブランド、情報テクノロジー、人的資源へ移行、といった動きがあったものの、このような変化が会計と財務報告の実務に取り込まれてこなかったと説明している。

2) 米国のオーシャン・トモによる研究

知的財産の評価を手掛ける米国のオーシャン・トモは、米国 S&P500 構成企業の時価総額に占める有形資産と無形資産の割合は、1975年に約8:2だったのが、2020年には約1:9になったと分析している。一方、日本について、日経225構成企業における2020年の割合は約7:3となっている(図表3参照)。

これらの先行研究は一例だが、伝統的な財務諸表に掲載される項目ではない見えにくい要素が企業価値に及ぼす影響が高まっていることから、投資家を始めとしたステークホルダーが非財務情報開示をますます求めるようになってきていると言える。

図表3 日米企業の時価総額に占める無形固定資産の割合



(注) 時価総額から純有形資産を引いたものを純無形資産とする。その純無形資産を時価総額で除することでそのインデックスに占める無形資産を割り出している。

(出所) Ocean Tomo, “Intangible Asset Market Value Study”、より野村資本市場研究所作成

¹³ Baruch Lev et al., “The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers,” Wiley, 2016; バルーク・レブ他『会計の再生—21世紀の投資家・経営者のための対話革命—』中央経済社、2018年。

Ⅲ 非財務情報開示の充実化に向けた動き

非財務情報開示は、企業、金融機関、金融商品を対象とするものを中心に、世界で様々なものがあり、充実化に向けてフレームワーク、基準、ガイドライン、規制等の策定が進められている（図表4～5参照）。本章では、近年の主な動きとして、（1）国際的に共通する開示枠組みの開発、（2）一部の国・地域における開示の義務化、について概観する。

図表4 主な非財務情報開示の種類

企業	金融機関	金融商品
国際サステナビリティ 基準審議会 (ISSB) による 開示基準 気候関連財務情報開示 タスクフォース (TCFD) 提言 に基づく開示 自然関連財務情報開示 タスクフォース (TNFD) による 開示フレームワーク ISO30414 (人的資本に 関する情報開示のガイド ライン) に基づく開示 GHG プロトコルイニシアチブ (GHGプロトコル) による 算定・報告 企業サステナビリティ報告指令 (CSRD) に基づく開示 (欧州連合(EU))	金融向け炭素会計 パートナーシップ (PCAF) による計測・開示 金融向け生物多様性会計 パートナーシップ (PBFAF) による評価・開示	サステナブルファイナンス 開示規則 (SFDR) に 基づく開示 (欧州連合(EU)) インパクトレポーティング

(注) 日本の金融市場で比較的注目を集める傾向にある、非財務情報開示のフレームワーク、基準、ガイドライン、規制等を中心に掲載。

(出所) 野村資本市場研究所

図表 5 非財務情報開示関連の主なキーワード

項目	概要
国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB)	国際会計基準(IFRS)の設定主体であるIFRS財団が2021年11月に設立を発表したサステナビリティ報告基準の設定主体である審議会。ISSBは2022年3月、サステナビリティ開示基準(サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項及び気候関連開示)の公開草案を公表(同基準は2023年の可能な限り早い時期に最終基準を公表することを目指している)
気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)	金融安定理事会(FSB)が2015年12月に設立したタスクフォース。TCFDは2017年6月に提言(最終報告書)を公表し、企業等に対し、気候変動関連リスク、及び機会に関する4項目(ガバナンス、戦略、リスクマネジメント、指標と目標)について開示することを推奨
自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)	民間企業や金融機関が自然資本及び生物多様性に関するリスクや機会を適切に評価し、開示するための枠組みを構築する国際的な組織として、2021年6月に設立。自然関連リスクの管理及び開示フレームワークの最終版を2023年9月に完成すべく、2022年3月よりペータ版を公表
ISO30414(人的資本に関する情報開示のガイドライン)	国際規格の策定を目的とする非政府機関の国際標準化機構(ISO)が人的資本マネジメントに関する規格として2018年12月、「ISO30414 ヒューマンリソースマネジメント—内部及び外部人材資本報告の指針」を公表。労働力のサステナビリティをサポートするため、人的資本の貢献度を検討し、透明化することが目的
GHG プロトコルイニシアチブ(GHG プロトコル)	世界資源研究所(WRI)と持続可能な開発のための世界経済人会議(WBCSD)が1998年に共同設立したイニシアチブ。温室効果ガス排出量の算定・報告に関する基準等を発行している
企業サステナビリティ報告指令(CSRD)	欧州委員会が2021年4月、2014年に策定された非財務報告指令(NFRD)の改正案として公表。CSRDへの改正により、企業が環境や人権などのサステナビリティ関連事項に与える影響や、サステナビリティ関連事項が企業に与える影響、開示情報を特定したプロセスなどについて、より詳細な報告要件を導入。具体的な開示基準については、欧州財務報告諮問グループ(EFRAG)が草案を起草し、欧州委員会が委任法として2022年10月末までに採択予定。CSRDの適用対象は大企業と一部例外を除く中小企業を含む全ての上場企業。適用は、加盟国での国内法制化を経て、最も早いタイミングで2024会計年度からを想定
金融向け炭素会計パートナーシップ(PCAF)	欧州金融機関を中心として2015年に発足した国際的なパートナーシップ。世界中の金融機関が協力して、投融資ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を計測・開示する手法を開発。2022年10月末現在、世界各国の322の金融機関が加盟
金融向け生物多様性会計パートナーシップ(PBAF)	オランダの6金融機関が2019年末に開始したイニシアチブ。金融機関が、自社の投融資による生物多様性への影響の評価・開示に関して、機会や課題を検討しており、経験やケーススタディの共有や議論を通じて、生物多様性影響評価の基礎となる原則を作成し、金融セクターにおける、生物多様性への影響を策定する共通の手法の策定に貢献することを目指している。2022年6月に金融機関向けの新たな基準等を公表。2022年10月末現在、世界各国の40金融機関が参加
サステナブルファイナンス開示規則(SFDR)	欧州委員会が2019年12月に公布し、2021年3月10日から適用開始となった金融機関等のサステナビリティ関連情報開示規則。同規則の対象は、金融市場参加者(機関投資家や資産運用会社等の金融商品を提供する機関)や金融アドバイザーで、組織レベルと商品レベルの開示が求められる。SFDR第9条に該当する商品はサステナブル投資(ダークグリーン)、同規則第8条に該当する商品は環境・社会を促進する商品(ライトグリーン)に分類される
インパクトレポート	グリーンボンド等の持続可能な開発目標(SDGs)に資する債券等に関して、発行体が起債後に行うグリーンボンドに関する情報開示を総称するもの。国際資本市場協会(ICMA)のグリーンボンド原則(GBP)では、調達資金が充当されている各プロジェクトのリスト、各プロジェクトの概要、充当された資金の額とともに、期待される効果(インパクト)といった項目を、全ての調達資金が充当されるまで年に一度は更新し、かつ重要な事象が生じた場合は随時開示し続けるべきとしている

(注) 2022年10月末時点の情報に基づく。

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

1. 国際的に共通する開示枠組みの開発

非財務情報開示のフレームワーク（枠組み）は従来、複数存在し、開示対象に関するスタンスが異なるため、比較可能性が確保されていなかった。しかし、（1）気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による提言（2017年6月）、（2）国際会計基準（IFRS）財団による国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の設立公表（2021年11月）、等を通じてグローバルなベースラインを意識した動きが本格化している。その一方で、（3）人的資本や自然資本を始めとした気候変動やサステナビリティ以外の分野の情報開示拡充の動き、も観察されている。

1) 気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）

TCFD は各国の中央銀行総裁及び財務大臣からなる金融安定理事会（FSB）の作業部会であり、投資家等に適切な投資判断を促すための効率的な気候関連財務情報開示を企業等へ促す民間主導のタスクフォースとして 2017 年 6 月に自主的な情報開示のあり方に関して提言を公表した。同提言では、全ての企業に対し、（1）2℃目標等の気候シナリオを用いて、（2）自社の気候関連リスク・機会を評価し、（3）経営戦略・リスク管理へ反映、（4）その財務上の影響を把握、開示することを求めている。

TCFD に対して、世界全体では 2022 年 10 月 25 日時点で、金融機関を始めとする 3,868 の企業・機関が賛同を示し、日本では、（1）TCFD コンソーシアム¹⁴の設立（2019 年 5 月）、（2）改訂コーポレートガバナンス・コードにおいて、プライム市場上場企業による TCFD またはそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量の充実の提示¹⁵（2021 年 6 月）、も後押しし、世界最多の 1,010 企業・機関が賛同の意を示している¹⁶。

¹⁴ TCFD 提言へ賛同する企業や金融機関等が一体となって取り組みを推進し、企業の効果的な情報開示や、開示された情報を金融機関等の適切な判断に繋げるための取り組みについて議論する場として、2019 年 5 月に設立された。（TCFD コンソーシアム「設立趣意書」）

¹⁵ 詳細は、板津直孝「プライム市場で求められる気候関連情報開示—TCFD の提言に基づく開示と現状の課題—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 3 巻第 1 号（2022 年冬号）、を参照されたい。

¹⁶ TCFD コンソーシアム「TCFD とは」。

2) 国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB)

ISSB とは、英国の国際会計基準財団 (IFRS 財団) が国際連合気候変動枠組条約第 26 回締約国会議 (COP26) の開催中の 2021 年 11 月に設立を公表した審議会で、サステナビリティ開示基準の包括的なグローバルなベースラインの開発を目指している。従来、世界では、非財務情報開示に関する基準が多数存在する「アルファベットスープレ現象」が発生していたが、従来の基準も織り込む形で包括的・一貫した情報開示体系の実現に向けて ISSB が基準の策定を進めている¹⁷ (図表 6 参照)。

図表 6 ISSB 等をめぐる主な動向

時期	詳細
2014 年	国際統合報告評議会 (IIRC) による提唱の下、「企業報告ダイアログ」(GRD) 設立。5 つの主要サステナビリティ関連開示枠組み・基準設定団体 (CDP、気候変動開示基準委員会 [CDSB]、GRI [Global Reporting Initiative]、IIRC、サステナビリティ会計基準審議会 [SASB]、以下主要 5 団体)、国際会計基準 (IFRS) を策定する国際会計基準審議会 (IASB)、国際標準化機構 (ISO) に加え、オブザーバーとして米国財務会計基準審議会 (FASB) が参加
2020 年 9 月	主要 5 団体、包括的な企業開示システムの構築に向けて協働する旨を発表
2020 年 12 月	主要 5 団体、気候関連の財務開示基準のプロトタイプを公表
2021 年 3 月	IFRS 財団、グローバルなサステナビリティ報告基準を設定する方針を公表
2021 年 6 月	IIRC と SASB が合併し、価値報告財団 (VRF) 設立
2021 年 11 月	IFRS 財団、基準設定主体となる国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) の設立を公表
2022 年 3 月	サステナビリティ開示基準 (サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項及び気候関連開示) の公開草案を公表
2023 年	上記の基準の最終化 (予定)

(注) 2022 年 10 月末時点の情報に基づく。

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

3) 気候変動やサステナビリティ以外の分野の情報開示拡充

非財務情報開示は、気候変動やサステナビリティを中心に枠組み等の検討が進められているが、近年は人的資本や自然資本の分野においても情報開示拡充の動きが観察されている。

人的資本は、人材を資本として捉えるもので、その価値を最大限に引き出すことが企業価値向上につながるとの考えの下、情報の可視化や比較可能性確保への関心が近年、高まっている。国際標準化機構 (ISO) が 2018 年 12 月、人材に関して 11 の開示すべき項目を設定すべく、「ISO30414 ヒューマンリソースマネジメント—内部及び外部人材資本報告の指針」を公表したのに加え、国内外で人的資本に関する情報開示

¹⁷ ISSB に関する検討の詳細は、板津直孝「IFRS 財団と EU が示すサステナビリティ情報開示の 2 つの方向性—ソーシャルとファイナンシャル・インパクトの議論—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 3 号 (2021 年夏号)、板津直孝「注目される IFRS サステナビリティ開示基準—TCFD と同等の枠組みに基づく国際的な基準開発の進展—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 3 巻第 2 号 (2022 年春号)、板津直孝「IFRS サステナビリティ開示基準の策定動向—公開草案で具体化された開示要件—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 3 巻第 3 号 (2022 年夏号)、を参照されたい。

を促す動きが進められている¹⁸。なお、日本では2022年8月、内閣官房の非財務情報可視化研究会が「人的資本可視化指針」を公表している。

自然資本は、森林、土壌、水、大気、生物資源など、自然によって形成される資本（ストック）のことで、自然環境を国民生活や企業の経営基盤を支える重要な資本として捉えられている。自然環境は、その価値が適切に評価されないまま過剰利用され、生態系等に影響が生じてしまったことを懸念し、世界的に自然資本の定量評価や管理等の取り組みが進められてきた¹⁹。そのような中、民間企業や金融機関が、自然資本及び生物多様性²⁰に関するリスクや機会を適切に評価し、開示するための枠組みを構築する国際的なイニシアチブである自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）が2021年6月に設立された²¹。金融機関、企業及び市場サービスプロバイダーで構成されたTNFDは、資金の流れをネイチャーポジティブ²²に移行させるべく、2023年9月の開示枠組みの最終化を目指して作業を進めている²³。

2. 一部の国・地域における開示の義務化

一部の国・地域では、非財務情報へのニーズの高まりも背景に、自主的な開示のみならず、法令諸規則等を通じて義務的な開示を促す動きも散見されている。例えば、欧州連合（EU）では2018年より非財務情報開示指令（NFRD）が施行され、各国法の下で開示が求められているほか、英国でも2022年4月より会社法に基づき、大企業、金融機関に対してTCFDに基づく気候関連財務情報の開示を求める細則が施行されている（図表7参照）。

日本において、ソフトローの観点からは、前述のとおり、2021年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂を通じて非財務情報開示が求められ、一定の進展が見られている（図表8参照）。一方、法令等のハードロー法令による非財務情報開示の在り方について

¹⁸ 例えば、(1) 英国財務報告評議会（FRC）が2020年1月、従業員の開示に関する報告書を公表、(2) 米国証券取引委員会（SEC）が2020年8月、米国証券法に基づく「レギュレーションS-K」という非財務情報に関する規則を改正し、新たに人的資本についての開示を義務付けることを公表し、2020年11月から適用、(3) 東京証券取引所が2021年6月に公表した「改訂コーポレートガバナンス・コード」で、新たに人的資本投資等に関する開示に言及される、等の動きが見られている。詳細は、西山賢吾「人的資本の報告ガイドライン国際規格ISO30414—注目度高まる人的資本の情報開示—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第4号（2021年秋号）、西山賢吾「人的資本情報開示の近況—法定開示化の進展と任意開示の進化—」『野村サステナビリティクォーターリー』第3巻第3号（2022年夏号）、を参照されたい。

¹⁹ 世界経済フォーラム（WEF）は、世界のGDPの半分以上（44兆ドル）の経済価値の創出が自然資本と生態系サービスに依存しており、その喪失によるリスクに晒されていると指摘している。（World Economic Forum, “Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy,” January 2020）

²⁰ 生物多様性とは、地球上に存在する全ての生物の間に違いがあることを意味し、種、生態系、遺伝子の3つの観点から捉えられている。

²¹ TNFDの設立に関する詳細は、林宏美「自然資本関連リスク等の情報開示整備に向けたTNFDの正式発足—TCFDの自然資本版—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年夏号）、を参照されたい。

²² ネイチャーポジティブは、国際的な定義は固まっていないが、生物多様性の損失を止め、回復軌道に乗せることを意味する。（環境省自然環境局自然環境計画課生物多様性主流化室「ネイチャーポジティブ経済研究会（第1回）資料3-2：ネイチャーポジティブ経済研究会の趣旨・概要について」2022年3月23日）

²³ TNFDにおける開示枠組みの検討状況に関する詳細は、林宏美「自然関連リスクと機会に関する情報開示指針TNFDのベータ版公表—TCFDとの平仄を合わせた開示を目指した試作版第一弾—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年夏号）、林宏美「TCFDの自然資本版TNFDのベータ版第二弾公表—評価指標と情報開示指標を区別するアプローチ—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第4号（2021年秋号）、を参照されたい。

も、金融庁の金融審議会で検討が進められてきた。同審議会のディスクロージャーワーキング・グループが 2022 年 6 月に公表した報告書には、法定開示書類である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べきと明記された（図表 9 参照）。これを受けて、金融庁は 2022 年 11 月 7 日、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案を公表し、サステナビリティに関する企業の取り組みの開示を 2023 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用予定とした²⁴。

図表 7 主な国・地域における非財務情報開示の義務化等をめぐる主な動き

国・地域	時期	内容
日本	2021 年 6 月	改訂コーポレートガバナンス・コードで、(1)プライム市場上場企業による気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD) 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実、(2)サステナビリティについて基本的な方針を策定し自社の取り組みを開示、と提示(2021 年 6 月)
	2022 年 11 月	金融庁が「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案を公表。サステナビリティに関する企業の取り組みの開示を 2023 年 3 月 31 日に以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用予定
欧州連合 (EU)	2018 年	非財務情報開示指令(NFRD)が施行され、各国法の下で開示が求められる
	2021 年 4 月	欧州委員会が NFRD の改正案として企業サステナビリティ 報告指令(CSRD)案を公表。適用は、加盟国での国内法制化を経て、最も早いタイミングで 2024 会計年度からを想定
英国	2022 年 4 月	会社法に基づき、大企業、金融機関に対して TCFD に基づく気候関連財務情報の開示を求める細則を施行
米国	2020 年 8 月	米国証券取引委員会(SEC)、米国証券法に基づく「レギュレーション S-K」という非財務情報に関する規則を改正し、人的資本に関する情報開示を義務化
	2022 年 3 月	SEC、上場企業に対して、Form 10-K 等の年次報告書において気候関連情報の開示を求める規則を提案。2022 年末までの最終規則の発効を目指しており、最も早いタイミングで 2023 会計年度からの適用を想定

(注) 2022 年 11 月 7 日時点の情報に基づく。

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

図表 8 サステナビリティ開示のキーワード（プライム市場）

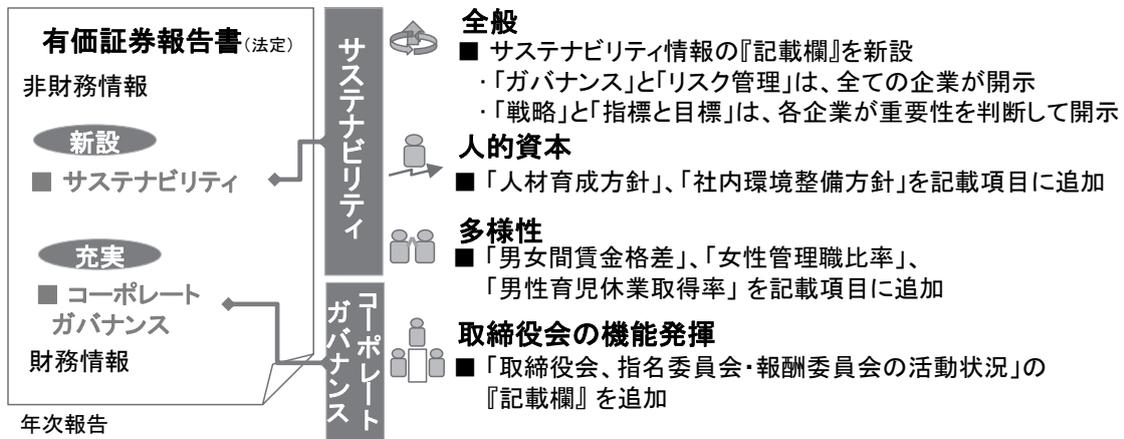
サステナビリティ全般に関するキーワード	サステナビリティ基本方針	SDGs、ESG	企業価値	経営戦略・経営計画	リスク	収益機会
	366 社 (19.9%)	786 社 (42.8%)	1,703 社 (92.7%)	1,678 社 (91.3%)	1,415 社 (77.0%)	374 社 (20.4%)
サステナビリティ要素に関するキーワード	地球環境	気候変動	自然資本	自然災害	人権	ダイバーシティ・多様性
	263 社 (14.3%)	904 社 (49.2%)	7 社 (0.4%)	81 社 (4.4%)	291 社 (15.8%)	1,672 社 (91.0%)
	女性	外国人	従業員・社員	取引先	人的資本	知的財産・無形資産
	1,385 社 (75.4%)	979 社 (53.3%)	1,529 社 (83.2%)	990 社 (53.9%)	1,020 社 (55.5%)	943 社 (51.3%)
フレームワークに関するキーワード	TCFD	SASB	IIRC・統合報告フレームワーク	価値協創ガイダンス	ISO30414	知財・無形資産ガバナンスガイドライン
	906 社 (49.3%)	3 社 (0.2%)	6 社 (0.3%)	5 社 (0.3%)	1 社 (0.1%)	1 社 (0.1%)

(注) プライム市場上場企業を対象として、2022 年 7 月 14 日までに各社から提出された改訂コードを踏まえたガバナンス報告書の「コードの各原則に基づく開示」を対象に、上記キーワード検索を実施した結果。集計対象は、1,837 社。

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2022 年 7 月 14 日時点)」2022 年 8 月 3 日、より野村資本市場研究所作成

²⁴ 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の改正案の公表について」2022 年 11 月 7 日。

図表9 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要
(非財務情報開示の充実に関する部分、抜粋)



(出所) 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—概要」2022年6月13日、より野村資本市場研究所作成

IV 今後の注目点

非財務情報開示は、サステナブルファイナンス市場が本格的に拡大し始めた 2010 年代後半頃から、非財務情報に関する国際的に共通する開示枠組みの開発や、一部の国・地域における開示の義務化等の動きが観察されている。非財務情報開示は、今後も世界が持続可能な社会の実現を目指す中で、投資家等のステークホルダーのニーズも背景に充実化の流れが続くと想定される。

非財務情報開示をめぐる主な論点としては、(1) 企業価値向上のツールとしての位置づけ、(2) 情報の質の確保、(3) インパクトレポートも通じたインパクトの創出、が挙げられる。

1. 企業価値向上のツールとしての位置づけ

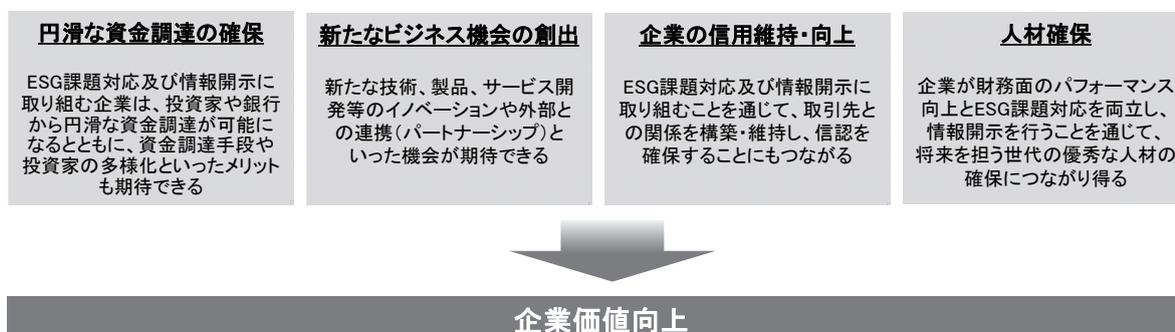
非財務情報開示を進めるに当たって、自社のビジネスにおけるリスクと機会、マテリアリティ (重要課題²⁵) を特定し、持続的に価値を創造できる経営戦略や同戦略の実効性を高めるための手段として重要業績評価指標 (KPI) の設定を検討する流れが典型的と言える。その意味で、非財務情報開示は、自社のビジネスモデルを改めて見つめ直し、価値向上に向けた取り組みを強化するプロセスと言える。また、投資家等のステークホルダーと

²⁵ 国際的にサステナビリティを推進する非営利団体の GRI (グローバル・レポート・イニシアティブ) が策定したガイドラインでは、マテリアルな項目とは、「組織が経済、環境、社会に与える著しいインパクトを反映する項目、またはステークホルダーの評価や意思決定に対して実質的に影響を及ぼす項目」であり、マテリアリティを特定し、それらについて開示・報告すること、そして、組織がなぜそれをマテリアルな項目として特定したのかについて理由の開示を求めている。(GRI「GRI101:基礎」2016年)

の対話（エンゲージメント）のベースとなり、客観的な視点も踏まえてさらなる企業価値向上に向けた有意義な意見を得ることにもつながろう。その意味で、非財務情報開示は、企業価値向上に向けたツールになり得ると言える。

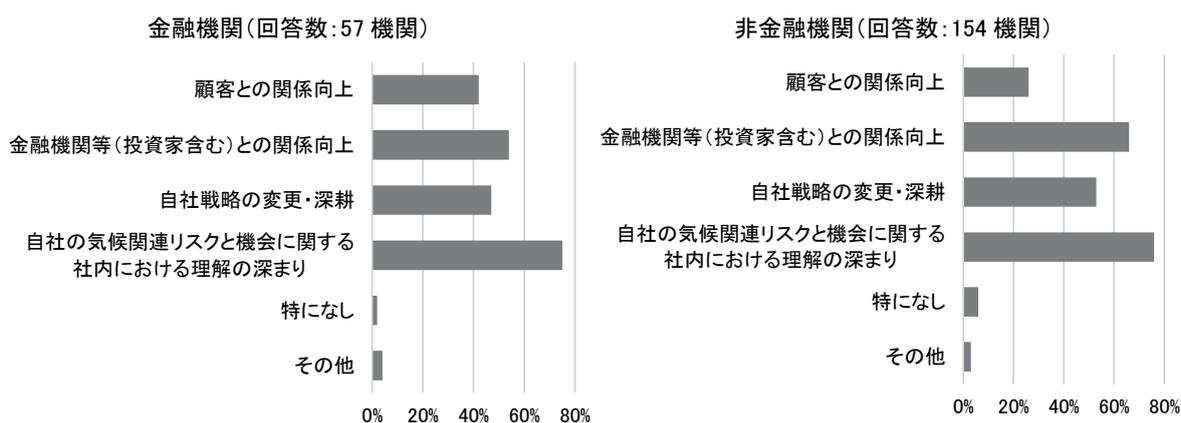
企業にとっては、環境的・社会的課題の解決やその取り組みを適切に開示することを通じて、（1）円滑な資金調達確保、（2）新たなビジネス機会の創出、（3）企業の信用維持・向上、（4）人材確保、といった効果が期待される（図表 10 参照）。ちなみに、TCFD コンソーシアム事務局が実施したアンケート結果によると、TCFD への賛同や情報開示を通じて、自社の気候関連リスクと機会に関する社内における理解の深まりや顧客、金融機関等との関係向上といったメリットを感じていることが明らかになっている（図表 11 参照）。

図表 10 非財務情報開示を通じた企業価値向上（イメージ）



（出所）江夏あかね「序文」日本取引所グループ・QUICK『JPX-QUICK ESG 課題解説集 2022—情報開示推進のために—』2022年3月30日、より野村資本市場研究所作成

図表 11 TCFD への賛同や情報開示を通じたメリット



（出所）TCFD コンソーシアム事務局「2021 年度 TCFD コンソーシアム TCFD 開示・活用に関するアンケート調査（会員アンケート集計結果）」2021年7月30日、より野村資本市場研究所作成

なお、経営管理の観点から、伝統的な財務会計では非財務要素を可視化することを想定しておらず、非財務要素と財務要素双方を一括した形で企業経営に活用するのは簡単ではないとも考えられる。そのような中、米国のハーバード・ビジネス・スクール（HBS）のジョージ・セラフェイム教授が中心となって 2019 年に立ち上げたインパクト加重会計イニシアチブ（Impact-Weighted Accounts Initiatives、IWAI）が、非財務要素であるインパクトを金銭的な価値に置き換え、財務諸表に反映させることを意図すべく、研究を進めている。将来、同イニシアチブが提唱するインパクト加重会計が実務的に活用可能なものになれば、企業経営において財務・非財務要素双方を網羅的に把握し、企業価値向上に最大限に生かす経営につながるとも考えられ、今後の研究成果が注目されることである²⁶。

2. 情報の質の確保

非財務情報の重要性が高まるにつれて、情報の質の確保に対するニーズが高まっている。例えば、欧州委員会は 2021 年 1 月、EU 消費者法違反の特定を目的として、環境配慮を謳っている企業のウェブサイトのうちグリーンウォッシュ²⁷の可能性があるとと思われるものを詳細に調査した結果、消費者が環境配慮に関する主張の正確性を判断するのに十分な情報を提供していないケースが半数を超えていたこと等を明らかにした²⁸。また、フランスでは 2021 年 4 月、世界初となるグリーンウォッシュに直接的な制裁措置を課す規制法を導入している²⁹。

世界では近年、グリーンウォッシュを回避し、客観性を担保した形でより正確に非財務情報を開示する取り組みが進んでいる。例えば、日本の現行制度では、有価証券報告書には監査報告書を添付することが求められてものの、非財務情報開示については基本的には監査は行われない。ただし、近年は、国内外の大企業を中心に非財務情報開示に対する第三者保証を受けるケースが見られている。例えば、国際会計士連盟（IFAC）の調査結果によると、調査対象となった大企業のほとんどがサステナビリティ開示を行い、約半数が第三者保証を受けている³⁰。

²⁶ IWAI では、インパクト加重会計を「損益計算書や貸借対照表などの財務諸表に記載される項目で、従業員、顧客、環境、より広い社会に対する企業の正と負のインパクトを反映させることにより、財務の健全性と業績を補足するために追加されるもの」と定義付けている。インパクト加重会計に関する詳細は、江夏あかね「持続可能な社会の実現の一助となり得るインパクト加重会計」『野村サステナビリティクォーターリー』第 3 巻第 3 号（2022 年夏号）、を参照されたい。

²⁷ 環境改善効果が伴わないにも関わらず、あたかも環境に配慮しているかのように見せかけること。（金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書—持続可能な社会を支える金融システムの構築—」2021 年 6 月 18 日）

²⁸ European Commission, “Screening of Websites for ‘Greenwashing’: Half of Green Claims Lack Evidence,” January 28, 2021.

²⁹ 違反した企業は虚偽宣伝費用の最大 80%に相当する罰金や、広告及びメディアにおける訂正記事の掲載、説明文章の自社ウェブサイトへの 30 日間の掲載などが課される可能性がある。（QUICK ESG 研究所「【RI 特約記事】フランスがグリーンウォッシュ規制を導入」2021 年 4 月 23 日）

³⁰ 調査対象は、22 カ国・地域それぞれ時価総額トップ 100（地域によってはトップ 50）の企業。利用されている主な保証基準は、国際監査・保証基準審議会（IAASB）による国際保証業務基準第 3000 号「監査及びレビュー又はレビュー以外の保証業務」（ISAE3000）や国際標準化機構（ISO）による温室効果ガス（GHG）算定の妥当性確認・検証に関するルールを定めた ISO14604-3 等。また、第三者保証報告書全体の約 8 割は限定的保証（limited assurance）であった。（International Federation of Accountants, “The State of Play in Sustainability Assurance,” June 2021）

加えて、米証券取引委員会（SEC）が2022年3月に公表した気候関連情報の開示を求める規則案や、欧州委員会が2021年4月に公表した企業サステナビリティ報告指令（CSRD）案では、独立の保証業務実施者による保証の義務化を提案している³¹。日本では2022年10月末現在、非財務情報開示の第三者保証の義務化について具体的な検討の動きは見られていない。とはいえ、国内外で非財務情報開示の質の確保を求める声が高まる中、企業がステークホルダーの信認を得る一環として非財務情報開示に係る第三者保証を取得する動きが加速する可能性がある。

なお、企業による非財務情報開示に係る質の確保の観点からは、金融庁が2022年7月に公表した「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範（案）」においても、「企業においては、規制動向等も踏まえつつ、ESG関連の情報をわかりやすく開示すべきである」との提言が盛り込まれている。企業に対してこのような提言が含まれた背景として、「企業の情報開示は、ESG評価・データを用いた投資資金の流れ（インベストメントチェーン）全体の中で、ESG評価・データを形づくり、投資家や評価機関による判断の基礎となるものであり、極めて重要」等の説明が添えられている。

非財務情報開示の質の確保は、企業にとってのステークホルダーである消費者、投資家、ESG評価機関、金融機関等のニーズを踏まえ、多方面から求められていくものと想定され、第三者保証等も活用した工夫が企業にとってますます重要になると想定される。

3. インパクトレポートも通じたインパクトの創出

前述のとおり、持続可能な社会の実現に向けて多額の財源を要することが見込まれているが、財源確保のみならず、環境・社会課題の解決に向けてインパクトを確実に創出することが大切である。例えば、非財務情報の観点からは、グリーンボンドをはじめとした調達資金がSDGsに貢献する事業に充当されるSDGs債において、発行体は投資家向け広報（IR）を通じて行われる一般的な情報開示に加えて、グリーンボンド発行後の調達資金の使用方法等に関する開示を行うことが求められており³²、一般的にレポートニング若しくはインパクトレポートニングと呼ばれている³³（図表12参照）。

³¹ US Securities and Exchange Commission, “SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors,” March 21, 2022; European Commission, “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as Regards Corporate Sustainability Reporting,” April 21, 2021.

³² 例えば、グリーンボンド原則（GBP）では、発行体は、資金使途に関する最新の情報を容易に入手可能な形で開示し、それを続けるべきであり、また、その情報は全ての調達資金が充当されるまで年に一度は更新し、かつ重要な事象が生じた場合は随時開示し続けるべきと記されている。（国際資本市場協会「グリーンボンド原則2021（2022年6月付録1改訂）」2022年6月）

³³ 環境省では、レポートニングについて、グリーンボンド発行に関する最新の情報を、発行体のウェブサイト等を通じて発行後に公開し、投資家へ事業に関する進捗情報の提供を行うことと定義付け、投資家保護の観点から、透明性が高く即時性のある情報公開が期待されると説明している。（環境省グリーンファイナンスポータル「発行スキーム」）

前述のとおり、金融市場では投資判断においてリスク、リターンに次ぐ尺度としてインパクトに対する注目が高まっている。そのような中、発行体にとって、インパクトレポートを通じた適切な情報開示とともに、SDGs 債の充当プロジェクトによる着実なインパクトの創出と課題対応が、円滑な資金調達実現に向けてますます重要になると想定される。

図表 12 グリーンボンドに関する開示情報の例

<ul style="list-style-type: none"> ・ 調達資金を充当したグリーンプロジェクトの概要・進捗 ・ 充当した資金の額 ・ 環境改善効果(実績・予測) ・ 未充当資金がある場合には、その金額又は割合、充当予定時期及び未充当期間の運用方法
<p>(注) 守秘義務契約がある場合などには、情報を集約した形式で行うことも考えられる。環境改善効果について可能な場合には、定量的な指標が用いられ、その算定方法や前提条件とともに示されるのが望ましいとされている。</p> <p>(出所) 環境省グリーンファイナンスポータル「グリーンボンドに期待される事項」</p>

企業経営において、非財務情報開示の重要性は今後もますます高まると考えられるが、開示がゴールではなく、質の確保やインパクトの創出とともに、開示プロセスも通じて価値向上にどのように活かしていくかがカギになろう。将来的には、金融市場において、非財務情報開示を価値向上のツールとして活かした経営を実現している企業が選好される動きが加速する可能性もあり、今後の動向が注目される場所である。