

2014 年 8 月 6 日

全 8 頁

社会的責任投資（SRI）を学ぶ －「持続可能な社会」に向けて－ 第 4 回（最終回）

非財務情報の開示

環境調査部 主任研究員
伊藤 正晴

SRI は、投資判断に非財務情報も活用する投資である。また、企業価値に対する財務情報の説明力が低下している可能性があり、非財務情報に注目しているのは SRI の投資家だけではない。そこで、非財務情報の開示に関して企業の社会的責任（CSR）や統合報告などについて検討するとともに、非財務情報による企業評価の事例などを紹介する。

1 投資と非財務情報

第 2 回で紹介したように、欧米の機関投資家を中心に SRI が拡大している。また、第 3 回で紹介したように、日本における SRI は個人投資家向け商品が中心で、欧米に比べると市場規模は小さいが、「[ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン](#)」や「[持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21 世紀金融行動原則）](#)」など、SRI の拡大につながることが期待される取り組みがある。そして、第 1 回で紹介したように、SRI は投資判断の際に財務情報に加えて非財務情報も考慮する投資であることから、非財務情報に対するニーズが高まっていると言えよう。また、非財務情報を利用するのは SRI の投資家だけではない。

[国際統合報告評議会（IIRC）](#) の“TOWARDS INTEGRATED REPORTING”で、S&P 500 の市場価値の構成要素を「物的及び財務的資産」と、「無形要因」の 2 つに分け、それぞれの構成比を分析している。その結果によると、物的及び財務的資産によって表される市場価値の割合は、1975 年は 83% であったのに対し、1995 年には半分以下の 32% となり、2009 年には 19% にまで低下したとしている。2009 年では、市場価値の構成要素として無形要因が約 8 割を占めるのである。企業価値に対する財務情報の説明力が低下し、非財務情報の重要性が高まっていると言えよう。このように、SRI だけでなく、さまざまな投資家が企業価値を評価するための非財務情報に注目している。

2 企業の社会的責任（CSR）

第 1 回で紹介したように、SRI 拡大の背景の一つに企業の社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）概念の普及に伴い、CSR を基準に企業を評価する動きが広がったことが挙げられる。

CSR が企業価値に影響するという考え方が一般の投資家にも受け入れやすかったことが、SRI の拡大に寄与したとされているのである。CSR とは、企業が利益を追求するだけでなく、顧客、株主、従業員、取引先、地域社会などのさまざまなステークホルダー（利害関係者）との関係を重視しながら果たす社会的責任のことをいう。具体的には、安全で高品質な製品やサービスの提供、社会的公正・倫理を保った活動、環境への配慮など、企業活動が社会へ与える影響に責任を持ち、企業の持続的な成長を図るとともに、社会の持続可能性の向上に貢献することを目指すものである。

CSR については、① OECD 多国籍企業行動指針¹、②国連グローバル・コンパクト（UNGC）²、③ [ISO26000](#)、④ [GRI](#) ガイドライン、などのさまざまな国際的フレームワークが策定されている。

① OECD 多国籍企業行動指針

経済協力開発機構（OECD）が、企業に対して期待される責任ある行動を自主的にとるよう勧告するために 1967 年に策定した指針。その後、2011 年改訂版まで 5 回の改訂が行われている。2011 年改訂版では、「一般方針」、「情報開示」、「人権」、「雇用及び労使関係」、「環境」、「贈賄、贈賄要求、金品の強要の防止」、「消費者利益」、「科学及び技術」、「競争」、「納税」の各分野における行動指針と注釈が示されている。

②国連グローバル・コンパクト（UNGC）

国連グローバル・コンパクトは、各企業が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって、社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための自発的な取り組み。2000 年 7 月にニューヨークの国連本部で正式に発足した。「人権」、「労働」、「環境」、「腐敗防止」の 4 つの分野に関わる 10 の原則が定められ、各企業が影響力の及ぶ範囲内でこれら 10 原則を支持し、遵守するよう求めている。

③ ISO26000

2010 年 11 月に ISO（国際標準化機構）³により発行された組織の社会的責任に関する国際規格である。組織の持続可能な発展への貢献を支援することを意図したガイダンス（手引書）として、「説明責任」、「透明性」、「倫理的な行動」、「ステークホルダーの利害の尊重」、「法の支配の尊重」、「国際行動規範の尊重」、「人権の尊重」の 7 つの原則を挙げ、これらを行動規範として尊重することを求めている。また、社会的責任の中核主題として「組織統治」、「人権」、「労働慣行」、「環境」、「公正な事業慣行」、「消費者課題」、「コミュニティへの参画及びコミュニティの発展」を挙げ、各主題の下にさまざまな課題が列挙されている。組織は、組織の状況などから重要かつ緊急性のある課題を特定し、順次取り組むことが奨励されている。

1) 外務省「[OECD 多国籍企業行動指針](#)」

2) [グローバル・コンパクト・ジャパン・ネットワーク](#)

3) 日本工業標準調査会「[ISO/IEC](#)」

④ GRI ガイドライン

GRI（Global Reporting Initiative）は、企業がサステナビリティ（持続可能性）報告書を作成する際のガイドラインを策定することを目的とする国連環境計画（UNEP）の公認協力機関で、2000年6月にGRIガイドライン第1版が発行された。その後、ガイドラインの改定が進み、2013年5月に「報告原則と標準開示項目」、「実施マニュアル」の2部で構成される第4版（G4ガイドライン）が発行されている。報告原則と標準開示項目では、報告内容の確定や報告の品質に関する原則、標準開示項目、サステナビリティ報告を作成する際に適用すべき基準などが示されている。また、実施マニュアルには、報告原則の適用、開示情報の準備、ガイドライン内のコンセプトの解釈などが掲載されている。

これらCSRに関するフレームワークの適用は任意であるため、企業のCSR活動に必ずしも適用する必要はないが、多くの企業はこれらフレームワークを活用してCSR活動を実施し、CSR報告書などでCSR活動に関する情報を開示している。この情報は売上高や利益などの財務情報には含まれないため、非財務情報と呼ばれている。そして、SRIではこのCSR活動を評価し、投資判断に加味することが多く、SRIを理解するにはCSRについて学ぶことが欠かせまい。

3 非財務情報の開示における課題

株式を公開している企業は、アニュアル・レポートの一部やCSR報告書、Webサイトなどのさまざまな媒体で、非財務情報を開示している。特に、企業の社会的な責任に対する認識の高まりとともに数多くの企業がCSR報告書を作成するようになり、豊富な非財務情報が開示されるようになった。しかし、これら非財務情報は企業価値について説明することを目的としているのではないため、企業価値の評価に用いる際には課題も多い。

まず、現状の非財務情報の開示に対する課題としては、情報過多であることが指摘されている。企業が社会的責任を果たすために行っていることなど、CSRに関する情報を網羅的に記載することが多く、企業価値への影響という観点でどの情報が重要なかわかりにくいことや、必要とする情報を採り出すのが大変であるなどの声があるようである。また、比較可能性についての指摘もある。CSR報告書等は企業が任意に開示しているものであり、開示時点により記載されている項目や内容が異なる等で、継続的に時系列で比較することが困難であると指摘されている。さらに、これは他社との比較が困難であることにもつながっている。このように、CSR報告書などで非財務情報が開示されているのだが、投資家が企業価値を評価する際の情報としては十分満足できるものとはいえないようである。

また、情報ベンダーや調査会社などが企業の非財務情報についての調査や評価を行い、その結果が提供されている。しかし、これらの情報は有料で提供されていることが多く、特に個人投資家にとってはこれらの情報へのアクセスは困難な場合が多いであろう。投資において非財務情報を活用するには、さまざまな課題が存在していると言えよう。このような状況において期待されているのが、企業価値の評価に資することを目的とし、財務情報と非財務情報を合わせて開示する統合報告である。

4 統合報告

2013年12月、国際統合報告評議会（IIRC：the International Integrated Reporting Council）から、国際統合報告フレームワーク（The International Integrated Reporting Framework）が公表された。統合報告では、企業の財務情報と非財務情報を統合し、企業の価値創造に焦点をあてた報告が期待されている。

このフレームワークでは、統合報告書を「組織の外部環境を背景として、組織の戦略、ガバナンス、実績、及び見通しが、どのように短、中、長期の価値創造を導くかについての簡潔なコミュニケーションである」と定義している。これまでの企業の情報開示は、財務情報と非財務情報を別々に開示することが多く、これら情報の関連性などが分かりにくいとの指摘があるが、統合報告書では企業における価値創造に焦点をあて、財務情報と非財務情報の区別なく、企業価値に影響する情報が簡潔に示される。

価値創造の源泉としては、財務資本だけでなく製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本の6つの資本が提示されている。

[資本の分類]

- ・財務資本
組織が製品を生産し、サービスを提供する際に利用可能な資金
- ・製造資本
建物や設備など、製品の生産やサービス提供に利用できる製造物
- ・知的資本
特許、管理やライセンスなど、組織的な知識ベースの無形資産
- ・人的資本
人々の能力、経験やイノベーションへの意欲など
- ・社会・関係資本
主要なステークホルダーとの関係性、ブランドや評判など
- ・自然資本
空気、水、土地、鉱物、森林、生物多様性、生態系の健全性などの環境資源

これらの資本には、相互に関連するものがある。例えば、人材教育はコストとして財務資本を減じるが、能力向上等で人的資本は増加し、これが知的資本の増加につながることも考えられる。統合報告では、企業価値を形成する有形、無形の資本と、各資本間の関係を明確にすることが求められる。そして、これらの資本がビジネスモデルのインプットとなり、事業活動を通して製品やサービス、副産物や廃棄物等のアウトプットを生み出す。また、組織の活動とアウトプットは、各資本に影響を与えるという一連のプロセスを前提として、統合報告は次の指導原則をもとに作成される。

[指導原則]

次に示す指導原則は、報告書の内容及び情報の開示方法に関する情報を提供することによって、統合報告書の作成の基礎を提供する。

- ・ 戦略的焦点と将来志向
- ・ 情報の結合性
- ・ ステークホルダーとの関係性
- ・ 重要性
- ・ 簡潔性
- ・ 信頼性と完全性
- ・ 首尾一貫性と比較可能性

この原則では、「情報の結合性」で長期にわたる価値創造能力に影響する要因についての全体像を示すこと、「重要性」で価値創造能力に実質的に影響を与える事象に関する情報を開示すること、「簡潔性」で繰り返し表現を避け、平易な言葉で組織の戦略等を理解するのに十分な文脈を提供することが要求されている。また、「首尾一貫性と比較可能性」で期間を超えて首尾一貫し、他の組織との比較を可能にする方法によって表示することが示されている。CSR 報告書などにおける非財務情報の開示に関して指摘されている課題を解決するものとなることが期待される。

次に、統合報告書は以下の内容で構成される。

[内容要素]

統合報告書は 8 つの内容要素を含む。各内容要素は、本来的に相互に関連しており、相互排他的なものではない。

- ・ 組織概要と外部環境
- ・ ガバナンス
- ・ ビジネスモデル
- ・ リスクと機会
- ・ 戦略と資源配分
- ・ 実績
- ・ 見通し
- ・ 作成と表示の基礎

これらは、企業に対する問いかけであり、企業はこれらの問いかけに対する回答を統合報告書として作成することが期待されている。「戦略と資源配分」で組織としての戦略を明確にし、戦略目標をどの程度達成したかを「実績」で説明する。そして、戦略を遂行するに当たり、どのような課題や不確実性に直面する可能性が高いか、ビジネスモデルや将来の実績への潜在的な影響がどうなるかを「見通し」で説明することになる。また、「作成と表示の基礎」では、どのように統合報告書に含む事象を決定するか、また、それらの事象はどのように定量化または評価されるかについて説明する必要がある。さらに、統合報告書の誠実性の確保などについてガバナンス責任者からの表明が求められており、統合報告書の信頼性を高めている。

企業の情報については、財務情報は IR 部門が担当し、非財務情報は CSR 部門が担当して、それぞれが情報を開示することが多いようである。投資家は、企業価値を評価するための情報を必要としており、財務情報や非財務情報を問わず、企業価値に影響する重要かつ簡潔で信頼性の高い情報を求めている。そのためには、経営陣のリーダーシップのもと、各部門が連携して統合的に作成した情報の開示が必要とされよう。統合報告のフレームワークは、このような投資家のニーズを十分に考慮したうえで策定されており、統合報告を活用することでより一層、企業価値を適正に評価できると期待されている。

5 非財務情報と企業の評価

財務情報を用いて企業を評価する際には、利益やキャッシュ・フローの動向、ROE 等の事業の収益性を示す指標など、ある程度確立した分析方法が存在している。しかし、非財務情報を企業評価に用いる際には、非財務情報が多種多様であることや、必ずしも企業を評価するために開示される情報ではないことなど、困難な点が多いと言えよう。そこで、実際に非財務情報を用いて企業を評価している事例をいくつか紹介する。

〔東京証券取引所「テーマ銘柄で見る企業」⁴⁾〕

東京証券取引所は、「テーマ銘柄で見る企業」として特定のテーマや指標をベースに銘柄（テーマ銘柄）を抽出、公表している。2012 年の第 1 回では、「経営の持続的な成長が見込まれる指標『ESG』」として、ESG の各項目について評価し合算した ESG 総合スコアと ROE から選定した 15 社が公表された。2013 年の第 3 回では、「女性の力が活かされやすい『なでしこ銘柄』」として、「女性のキャリア促進」と「仕事と家庭の両立サポート」の 2 つの視点から評価したスコアと ROE から選定した 17 社が公表された。また、第 5 回でも「女性が活躍する企業 平成 25 年度『なでしこ銘柄』」として 26 社が公表された。企業の公開情報をもとに「女性のキャリア促進」に関する実績（パフォーマンスデータ）を開示している企業を選定候補群とし、「女性のキャリア促進」と「仕事と家庭の両立

4) 東京証券取引所 +YOU「[テーマ銘柄で見る企業](#)」

サポート」の2つの視点から、方針、取組、実績の3つの側面を評価対象としたスコアとROEに基づいて選定している。

[環境コミュニケーション大賞⁵⁾]

環境省、一般財団法人 地球・人間環境フォーラムが主催するもので、優れた環境報告書等や環境活動レポート、及びテレビ環境CMを表彰することにより、事業者等の環境経営及び環境コミュニケーションへの取組を促進するとともに、環境情報開示の質の向上を図ることを目的としている。環境報告書部門では、CSR報告書や持続可能性報告書なども含む環境報告書等が対象となっている。選考基準には、環境報告に必要と考えられる記載項目が適切に盛り込まれていること、対象組織にとって重要と考えられる項目を適切に選定し、経営層のコミットメントや適切な目標の設定・管理などにより、取り組みの進展を図る中で、独自の工夫がなされ、先導的な試みとしてすぐれたものであることなどが挙げられている。また、簡潔でかつ重要なポイントを押さえ、読みやすく工夫された報告書が求められているようである。CSRのなかでも環境に関する活動と情報開示を表彰の対象としているが、ここで表彰されている環境報告書等をみることで、非財務情報の開示と、それをどのように評価するかを示唆を得られるのではないか。

[CDP]

CDPは、世界各国の機関投資家によるイニシアチブで、企業の気候変動問題への取り組みや、温室効果ガスの排出量の測定・管理などについて調査し、その結果を公表している。調査対象企業は、世界の大手企業500社（グローバル500）をはじめ、各地域の大手企業や各産業セクターの主要な企業などに年々拡大している。日本企業については2009年から毎年、500社を対象とした調査が行われている。評価には、CDPからの質問書に対する企業の回答内容の充実度を評価する「ディスクロージャースコア」と、気候変動に対して望ましい対策をとっているかを評価する「パフォーマンススコア」がある。CDPの質問書はガバナンス、戦略、排出削減目標と活動、管理手法から成る「気候変動管理」、気候変動がもたらすリスクと機会、財務影響と管理手法から成る「リスクと機会」、排出量算定方法、排出量、排出量の外部検証などから成る「排出量」の3つのセクションで構成されている。また、開示内容は自社の中長期的な事業戦略と一貫し、よりわかりやすい用語やものさしを用いる必要があるとされている。CDPは、気候変動だけでなく水や森林など自然資本の領域に活動範囲を広げており、さまざまなレポートが開示されている。環境に関する非財務情報の評価について、さまざまな示唆が得られるのではないか。

5) 一般財団法人 地球・人間環境フォーラム「[環境コミュニケーション大賞](#)」

非財務情報を用いて企業を評価する際には、CSR 報告書などが多用されているようであるが、これらだけでは十分な評価が行えないことがあるため、調査機関などは企業に対して独自の質問書を送付するなど非財務情報に関する調査を行っている。さまざまな調査機関が独自の質問書による調査を行っているため、企業側からは回答するための負荷が大きいとの声もあるようである。そして、調査機関が収集した非財務情報や、非財務情報を用いた企業評価情報は主に機関投資家向けの有償のサービスとして提供されているため、個人では手が届かないことも多い。

機関投資家はもちろん、個人投資家も企業価値の評価に役立つ非財務情報を得られることが期待されているのが統合報告書である。有価証券報告書や CSR 報告書などと同様に、統合報告書を個人投資家が活用することは、資産形成だけでなく、関心の高まっている社会的課題の解決に寄与し、持続可能な社会の構築を目指すという個々人の想いを反映させる投資も喚起することで、個人投資家による投資の拡大につながることも考えられる。非財務情報の開示が求められることで、企業のガバナンスやリスク・マネジメント、環境への配慮などの向上が促され、さらに企業価値が高まることが期待される。

以上