

環境配慮促進のための SRI 検討調査

業務報告書

2007年6月

(株)みすずサステナビリティ研究所

目 次

I 業務の概要	2
1. 目的	2
2. 業務内容	2
II 「環境配慮促進のための SRI 検討調査」～投資家等にとって有用な非財務情報の調査方法に関するヒアリング	2
1. ヒアリングの目的.....	2
2. ヒアリング実施期間	2
3. ヒアリング対象者（順不同・敬称略）	3
4. ヒアリング方法	3
5. ヒアリング質問票の解説.....	3
III 「環境配慮促進のための SRI 検討調査」ヒアリング調査結果の概要	12
PART1. 投資家にとって有用な非財務情報に関する質問	12
PART2. 「投資家にとって有用な非財務情報」を調査する方法に関する質問	18
○ヒアリングから得られた調査方法（要約）	20
IV 「環境配慮促進のための SRI 検討調査」ヒアリングから得られた意見の詳細	23
PART1. 投資家等にとって有用な非財務情報に関する質問	25
PART2. 「投資家等にとって有用な非財務情報」を調査する方法に関する質問	59
参考資料	77

I 業務の概要

1. 目的

環境省では、平成 18 年 7 月に公表した報告書「環境等に配慮した「お金」の流れの拡大に向けて」の提言を踏まえ、SRI の拡大に向けて、『開示すべき情報を整理・提示する』『社会的責任投資（SRI）等の実態を把握する』などの行政に課された役割を果たしていくこととなった。

本業務では、環境省からの委託を受け、環境及び投資等の専門家に対し、投資家等にとって有用な非財務情報の調査方法についてヒアリングし、今後の行政による SRI 拡大に向けた施策に反映させていくことを目的とする。

2. 業務内容

投資を行う際に投資家等（金融機関等の機関投資家も含む）にとって有用な非財務情報は何かを詳細に把握するための調査方法等について、環境や投資等の分野における有識者等へヒアリングを実施した。

II 「環境配慮促進のための SRI 検討調査」～投資家等にとって有用な非財務情報の調査方法に関するヒアリング

1. ヒアリングの目的

投資家等にとって有用な非財務情報についての調査を行う際に、どのような調査方法を取ればよいかなどについて、有識者にヒアリングを行い、有用な情報を入手する。

2. ヒアリング実施期間

平成 19 年 4 月 1 日～5 月 8 日

3. ヒアリング対象者（順不同・敬称略）

（所属）団体名	役職	氏名
NPO法人 社会的責任投資フォーラム SIF-Japan	代表理事	後藤 敏彦
高崎経済大学	経済学部 准教授	水口 剛
一橋大学大学院	教授	谷本 寛治
(株)大和総研	主任研究員	河口 真理子
住友信託銀行(株)	株式運用部 シニアアクティブ・ファンドマネージャー	向畑 康志
	株式運用部 アクティブ・ファンドマネージャー	山田 栄一
	株式運用部 株式アナリストグループ シニアリサーチアナリスト	稲葉 章代
トムソンコーポレーション(株)	トムソンファイナンシャル・コーポレート グループ シニア・ディレクター	宮川 壽夫

4. ヒアリング方法

ヒアリング対象者に対して予め送付した質問票（4～11 ページ）に基づき、2 時間程度のヒアリングを実施。

5. ヒアリング質問票の解説

Part1 では、投資家が投資活動で企業評価をする際に、何が有用な非財務情報であるかについて、明確にするための設問。

Part2 では、Part1 の結果も踏まえながら、「投資家にとって有用な非財務情報」を調査する方法について、詳細な設問。

- どのような非財務情報がどの程度株価に影響するのかは、不明確である。

--	--	--
- 投資家が必要とする非財務情報は、対象企業の規模によって異なる。

--	--	--
- 投資家が必要とする非財務情報は、対象企業の業種によって異なる。

--	--	--

Q4. 企業価値への影響がある（投資の判断材料となる）非財務情報にはどのようなものがあるとお考えですか（以下の項目は、GRI「サステナビリティ・リポーティング・ガイドライン第三版」から抜粋したものです）。また、これらの情報の開示状況についてどう思われますか。

	影響がある	影響しない	わからない	開示されている	開示は不十分															
➤ トップのコミットメント・メッセージ	<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>			
↓ 注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。	[]																			
➤ 主要なリスクおよび機会の説明	<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>			
↓ 注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。	[]																			
➤ コーポレートガバナンス	<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>			
↓ 注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。	[]																			
➤ コンプライアンス・企業倫理	<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>			
↓ 注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。	[]																			
➤ マネジメントシステム	<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>				<table border="1" style="display: inline-table;"><tr><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td><td style="width: 33%;"></td></tr></table>			
↓ 注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。	[]																			

影響がある 影響しない わからない 開示されている 開示は不十分

➤ 環境関連のパフォーマンス指標

(原材料・エネルギー・水等の使用量、廃棄物等の排出量、等)

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ 労働関連のパフォーマンス指標

(雇用・労使関係・労働安全衛生・研修および教育・多様性および機会均等、等)

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ 人権関連のパフォーマンス指標

(無差別・団体交渉の自由・児童労働・強制労働・懲罰・保安慣行・先住民の権利、等)

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ 社会関連のパフォーマンス指標

(コミュニティ、不正行為、政治的活動、公正な取引、等)

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ 製品関連のパフォーマンス指標

(顧客の安全衛生、製品・サービスの責任、マーケティング、顧客のプライバシー、等)

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ ステークホルダーとの対話の状況

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ 第三者保証・意見

↓
注目される具体的な項目、影響の内容等をお教えてください。

[]

➤ その他影響があるとお考えになるものがありましたら、その項目と開示状況、影響の内容等をお教え下さい。

[]

Q5. 企業を評価、判断する際に参考にする情報源についてお尋ねいたします。

	よく活用	活用	未活用
➤ 企業の Web サイト			
➤ 企業が発行するアニュアルレポート			
➤ 企業の CSR/環境報告書			
➤ 有価証券報告書			
➤ 公表資料（ニュースリリース等）			
➤ 投資家向け説明会等の企業の IR 活動			
➤ 新聞・雑誌記事			
➤ 報道番組／テレビニュース			
➤ 政府・公共機関の公表資料			
➤ 口コミ・評判（具体的に			
➤ 上記以外によく活用されるものがありましたらお教えてください。			

[]

Q6. Q4. Q5. の非財務情報を活用している場合、どのように活用しているかについて、可能な限り具体的に教えてください。

[]

Q13. 非財務情報の開示状況を調べる場合、どの媒体を調べるのが適切でしょうか。

適切である 適切でない どちらでもよい

- | | |
|-------------------------------------|--------------|
| ➤ 企業の Web サイト | _____ _____ |
| ➤ 企業が発行するアニュアルレポート | _____ _____ |
| ➤ 企業の CSR/環境報告書 | _____ _____ |
| ➤ 有価証券報告書 | _____ _____ |
| ➤ 公表資料（ニュースリリース等） | _____ _____ |
| ➤ 上記以外に調査対象として適切なものがありましたらお教えてください。 | |
| [| _____] |

Q14. 投資家にとって有用な非財務情報に関する調査の実施頻度は、いずれが適切でしょうか。

- | | | |
|------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|
| <input type="checkbox"/> 1度実施すればよい | <input type="checkbox"/> 1年に1回 | <input type="checkbox"/> 2～3年に1回 |
| <input type="checkbox"/> 4～5年に1回 | <input type="checkbox"/> その他 [具体的に | _____] |

Q15. 投資家にとって有用な非財務情報に関する調査の実施主体は、いずれが適切でしょうか（複数回答）。

- | | | |
|------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|
| <input type="checkbox"/> 行政 | <input type="checkbox"/> NGO/NPO | <input type="checkbox"/> 金融機関 |
| <input type="checkbox"/> 業界団体 | <input type="checkbox"/> コンサルティング会社 | |
| <input type="checkbox"/> その他 [具体的に | _____] | |

Ⅲ 「環境配慮促進のための SRI 検討調査」ヒアリング調査結果の概要

Part1. 投資家にとって有用な非財務情報に関する質問

主な回答は、以下の通りである。

Q1. 投資家としてのプロフィールについて

- ・ 回答者 6 名中、5 名が投資家であり、1 名が投資家ではないとする回答であった。

Q2. 企業評価を実施する際に、非財務情報を利用しているか

- ・ 回答者 6 名全員から企業評価の際に非財務情報を利用しているとの結果が得られた。ただ、利用度合いについては、様々である。

Q3. 投資家にとって有用な非財務情報について

- ・ 「非財務情報でも株価の変動に影響のある情報は有用である」という設問に関しては同感できるとの回答が 6 名中 5 名、「より精緻な企業評価のためには、社会的、環境的な側面やガバナンスなどの非財務情報に基づく評価が不可欠である」という点では 5 名が同感である、と回答した。投資家にとって非財務情報は有用であり、非財務情報による企業評価は、不可欠であるという意見が多く、その他にも、非財務情報は株価に対しては弱いファクターであるが、積もり積もれば株価に影響するファクターとなる可能性もあるという意見もあった。
- ・ 「株価に影響しない情報には、投資家は関心がない」という設問に関してはやや同感するが 4 名と多い一方、「どのような非財務情報がどの程度株価に影響するかは不明確」についても 4 名が同感できるとしていた。
- ・ 「投資家が必要とする非財務情報の違い」について尋ねたところ、対象企業の規模よりも業種によって異なるという意見で多く同感できるとの回答があった。

Q4. 企業評価への影響がある（投資の判断材料となる）非財務情報にはどのようなものがあるか

- ▶ トップのコミットメント・メッセージ（影響がある：6 名）

全員重要で影響があるという点では一致している一方、開示の内容については、単なるごあいさつでコミットメントではない場合や、部下が書いていることが想像できる場合などがあり、ビジョンやオリジナリティを持ったコミットメントとしての開示が十分でないという意見が出ている。そのため、特に運用機関では CSR 報告書等を読

むだけでなく、別途アナリストから情報を入手したり、ヒアリングで裏づけを取るという回答であった。

▶ 主要なリスクおよび機会の説明（影響がある：6名）

全員影響があるとの回答であった。しかし、リスクの開示内容に関しては、開示されている情報は多いが一般的なリスクの羅列が多く、その企業の具体的なリスクが分かりにくく、不十分であるという意見が多かった。

▶ コーポレートガバナンス（影響がある：5名、影響しない：1名）

ガバナンスは判断に影響するだろうといった意見や、影響するが現状では不十分であるといった意見がある一方で、ガバナンス以外の要因の方が大きく、あまり影響がないのではないかという懐疑的な意見もあった。

▶ コンプライアンス・企業倫理（影響がある：4名、やや影響がある：1名）

投資家の判断にある程度影響するのではないかという意見の一方、事業内容によって影響する要因が異なるのではないかという意見もあった。また、企業倫理については、倫理観の強い社員がいることがその会社の価値を高めるとして、今後人的資産の概念が重要になってくるという意見もあった。

▶ マネジメントシステム（影響がある：4名、やや影響がある：1名、わからない：1名）

CSR委員会などの専任の組織がある場合、それなりにCSRに力を入れているとして評価していると回答があった。ただ、企業によって特色が相当数あるため、同業を比較する際、どちらがよいかというのは、数値化しにくいという意見も見られた。

▶ 環境関連のパフォーマンス指標（影響がある：5名、影響しない：1名）

特に地球温暖化関連の情報に注目が高く、投資家にとってのその重要性は財務情報に近づいているという意見もあった。

一方、環境パフォーマンス指標で注目される開示項目は、業種によって異なるという意見があった。

その他には、企業間で集計のレベルや地理的特性等にばらつきがあり、企業間比較は難しいため、個々の企業毎の時系列のデータを見て変動理由を確認するといった評価を実施しているという回答があった。

▶ 労働関連のパフォーマンス指標（影響がある：5名、影響しない：1名）

注目する項目としては、企業がパフォーマンスを上げていく上で研修などの人材育成、女性管理職やダイバーシティなどのほか、日本特有の問題として請負契約の問題、給与水準の問題などが挙げられた。ただ、開示に関しては、個別に数字を見ただけではわからない情報があり、例えば、女性管理職比率の数値目標の達成に関しても、単なる数合わせではなく、実際に講座などを設けて取り組んでいるかなど、数字の裏にある背景を知った上で評価しなければ、企業評価はできないという意見が出された。

▶ 人権関連のパフォーマンス指標（影響がある：4名、やや影響がある：1名、影響しない：1名）

サプライチェーンも含めた人権問題について、海外子会社の労働条件は良くない傾向があることから、特に大企業の場合は、現地法人の給与水準の問題に注目しているとの回答があった。また、今のところあまり影響が無いとする回答者も、労働偽装などの問題は影響するとの回答であった。

▶ 社会関連のパフォーマンス指標（影響がある：5名、影響しない：1名）

人権関連ともほぼ同じ内容であるが、サプライヤーとの関係やCSR調達、公正取引、不正行為や談合などが重要である、という回答があった。

▶ 製品関連のパフォーマンス指標（影響がある：4名、やや影響がある：1名、影響しない：1名）

企業ブランドに関し、不祥事に対する消費者の関心も高くなってきているため、製品関連のパフォーマンスは大事であるという回答や、安全・安心、顧客満足度に注目しているという回答があった。

ただ、製品関連のパフォーマンス指標は、業種によって異なるという意見もあった。

▶ ステークホルダーとの対話の状況（影響がある：4名、影響しない：2名）

ステークホルダーミーティングなどで、ステークホルダーとコミュニケーションを取ることで、ある程度リスク軽減が出来ているという回答がある一方、有識者を集め、一般論ではなく、具体的な会社の課題や、今後の方針、取り組みについて意見を聞くという姿勢が重要である、という意見もあった。さらに、21世紀のステークホルダーとの対話は、パートナーシップであり、ニュービジネスモデルにつながるものとして行うのであれば意味がないという回答もあった。

その他には、企業の経営に対しての影響はあるが、投資家に対しての影響はないという意見もあった。

- ▶ 第三者保証・意見（影響がある：3名、影響しない：2名、わからない：1名）

基本的に、第三者保証と第三者意見では、役割が全く違うため、利用する企業が役割を明確にしないといけないという意見があった。第三者保証は意味があるという回答がある一方、第三者保証がある方がより信頼性があるのかは分からないという回答もあった。また、内容については、会社の CSR に関する方針や取り組み自体について意見を述べるものでないという意味がないとの意見が見られた。

- ▶ その他影響があるもの

GRI G3 で出ている指標は重要だという回答があった。

Q5. 企業を評価、判断する際に参考にする情報源について

基本的に、「企業が公表する情報（Web サイト、アニュアルレポート、CSR 報告書、有価証券報告書、公表資料、IR 情報）」及び「新聞・雑誌記事」については、よく活用している場合が多かったが、報道番組や政府・公共機関の公表資料については、活用度が落ち、口コミ・評判の活用については回答が分かれている。

- ・ 企業の Web サイト（よく活用：6名）
- ・ 企業が発行するアニュアルレポート（よく活用：4名、活用2名）
- ・ 企業の CSR 報告書／環境報告書（よく活用：5名、ある程度活用：1名）
アニュアルレポートと CSR 報告書の一本化については前向きな意見があった。
- ・ 有価証券報告書（よく活用：4名、活用：2名）
- ・ 公表資料（ニュースリリース等）（よく活用：5名、活用：1名）
- ・ 投資家向け説明会等の企業の IR 情報（よく活用：5名、活用：1名）
- ・ 新聞・雑誌記事（よく活用：4名、活用：2名）
- ・ 報道番組／テレビニュース（よく活用：1名、ある程度活用：1名、活用：2名、あまり活用しない：1名、未活用：1名）

本当かどうかわからないため活用度合いは低いという回答があった。

- ・ 政府・公共機関の公開資料（よく活用：1名、ある程度活用：1名、活用：3名）
- ・ 口コミ・評判（よく活用：2名、ある程度活用：1名、活用：1名、未活用：2名）
口コミ評判は良く聞く、またこれで個人投資家は株を買っているという回答がある一方、企業評価に使ってはいけないものなので未活用という回答が見られた。
- ・ 上記以外によく活用しているものとして、複数企業へのヒアリングや個別訪問という回答が得られたほか、投資家用のウェブサイトを活用するという回答や、外部調査会社へ依頼して得た情報などがあった。また、得られた情報に感性や感覚をプラスして判断しているという意見もあった。

Q6. Q4.Q5.の非財務情報を活用している場合、どのように活用しているか？

- ・ ある企業の評価をするときには、企業ごとにファクターを挙げていき、それぞれの項目について評価する必要があるため、標準的なマトリクスを作成して点数化するのは不可能であるという回答があった。それに対して、現状では、網羅的に非財務情報を把握しておらず、財務情報のような DB はないが、将来的には、データ化した情報の蓄積をして、横比較や時系列での比較をしようとするのが SRI ファンド、SRI のリサーチャーだと思ふという回答もあった。

Q7. 非財務情報の標準化について

- 投資家にとって有用な非財務情報の標準化が必要である（同感できる：2名、やや同感する：2名、あまり同感しない：1名）

まず、非財務情報として、どのような項目を挙げるのか、その挙げた項目の開示の仕方を標準化するのか、という 2 段階があり、標準化については横断評価を出来るようにしないとイケないという回答や、非財務情報のなかでも制度化すべきものと自主的なものとの議論が必要であり、定量情報は標準化した方がよいケースがあるという意見があった。

その一方、標準化できれば良いが、非現実的ではないかという懐疑的な意見や、標準化には同意できないという意見もあった。

- 投資家にとって有用な非財務情報を標準化する際に、GRI ガイドラインや環境省の環境報告書ガイドラインは有用である（同感できる：2名、やや同感する：1名、あまり同感しない：1名、同感しない：1名）

他にはないのでとりあえずガイドラインを使うのはよいのではないかという一方、ボランティアなので比較できないため、世界的な基準にすべきものは、別であるという意見もあった。

- 投資家にとって有用な非財務情報は、有価証券報告書などの現存の財務報告制度で開示するように制度化すべきである（同感できる：1名、やや同感する：2名、あまり同感しない：2名）

何が有用かについて判断することが難しいという回答がある一方、欧州で財務諸表に出ている KPI の情報ぐらいは、義務化して出すべきであるという意見や、有価証券報告書に載せる非財務情報ということであれば、ある程度やり方があるのでないかという意見があった。そのやり方については、全業種に関係のあること、GHG¹排出量などに関しては標準化してもよいが、業種ごとに違いがあるため、33 業種ごとに基準を作らなければならないという意見もあった。

¹ GHG(Greenhouse Gas)：温室効果ガス

- ▶ 投資家にとって有用な非財務情報は、CSR 報告書などの、財務制度とは別個の報告書で開示するのが望ましい（やや同感する：5名）

非財務情報を総合的に報告するのは、CSR 報告書であるという回答や、ある程度必要なものは、アニュアルレポートなどの財務情報に掲載し、CSR レポートにはその詳細を自主的な開示として書けばよいのではないかという回答が多くあった。

Q8. 非財務情報の保証について（同感できる：2名、やや同感する：1名、あまり同感しない：1名、同感しない：1名）

- ・ 非財務情報についての保証は必要だが、保証できるものと出来ないものがあるという意見があった。算出・開示基準などがある定量情報については、保証すべきであるが、定性情報の保証については、保証になっているのか疑問があり、意味がないのではないかという意見もあった。
- ・ 保証の方法に関して、信頼性確保は重要だが、比較性、客観性も重要だという意見も得られた。
- ・ 今の段階では、保証者の質も分からないので、それほど信頼感を得られない場合もあるだろうといった意見もあった。

Part2. 「投資家にとって有用な非財務情報」を調査する方法に関する質問

主な回答は、以下の通りである。

Q9. 投資家にとって有用な非財務情報の調査について

- 投資家が現在どのような非財務情報を活用しているかについての調査（同感できる：4名、やや同感できる：1名、あまり同感しない：1名）
- 投資家が今後活用したいと思う非財務情報についての調査（同感できる：3名、やや同感できる：1名、あまり同感しない：1名）
 - ・ 「認識の薄いところに聞いてもあまり回答が出てこないため、意味が薄い」という回答がある一方、「アナリストやファンドマネージャーに具体的に尋ねるような形で調査すると、情報が出てくるのではないか」という回答があった。
- 有価証券報告書等の制度開示で開示されている非財務情報の現状についての調査（同感できる：1名、やや同感できる：4名、あまり同感しない：1名）
- CSR 報告書等の任意の報告書上で開示されている非財務情報の現状についての調査（同感できる：2名、やや同感できる：2名、あまり同感しない：2名）
- 非財務情報は、企業価値、投資行動、株価にインパクトがあるか、またそれはどの程度か、についての調査（同感できる：3名、やや同感できる：2名、あまり同感しない：1名）
 - ・ 「マテリアリティの調査は必要である」との回答があったものの、「難しいのではないか」という回答があった。また、それよりは、「投資側にニーズがあることが重要ではないか」という意見もあった。

Q10. どのような投資家に対して調査を実施するのが適切か（SRI 事業者（運用機関）：5名、SRI 事業者（調査機関）：4名、機関投資家（SRI 以外）：6名）

- ・ 機関投資家に対して調査を実施するのが適切であるという意見が多く見られた。機関投資家ではファンドマネージャーとアナリストの両方に聞くべきだという意見が多かった。SRI ファンドを扱っている人とそれ以外の両方に聞くべきだという意見がある一方、SRI ファンドにはバイアスがかかっている可能性を指摘する意見もあった。

Q11. 調査対象数はどれぐらいが適切か（31-50：1名、51以上：2名、その他：2名）

- ・ 「サンプル数は多い方がいい」という意見があった。

Q12. 投資家に対して調査を実施する際に、適切な方法（アンケート：4名、ヒアリング：5名、検討会：1名）

- ・ 「アンケート+ヒアリング」や「ヒアリング」のみなど、真意の伝わりやすいヒアリングを選択する回答者が多かった。
- ・ 検討会は賛成しない、という意見があった。

Q13. 非財務情報の開示状況を調べる場合、どの媒体を調べるのが適切か

- ・ 調査対象とすべき企業の開示情報については、企業の Web サイト、アニュアルレポート、CSR／環境報告書、有価証券報告書、ニュースリリース等の公表資料について、ほとんどの回答者が「適切である」と回答した。

Q14. 企業にとって有用な非財務情報に関する調査の実施頻度はいずれが適切か（1回：1名、1年に1回：4名、4～5年に1回：1名）

- ・ 「CSR への取り組みも年度ごとに取りまとめて開示されているので、年に1回は新しい情報で調査するのがよい」など、毎年という意見が多く見られた。

Q15. 投資家にとって有用な非財務情報に関する調査の実施主体は、いずれが適切か（行政：4名、NGO/NPO：3名、金融機関：1名、業界団体：2名、コンサルティング会社：1名、その他：1名）

- ・ 「誰が調査してもいいのではないか」というコメントや「金融庁と合同で実施した方がよい」という意見もあった。

Q16. その他、投資家にとって有用な非財務情報の調査とその方法全般についてのご意見について

- ・ 下記に他のコメントも含めた一覧を記載

○ヒアリングから得られた調査方法（要約）

ヒアリングの結果、回答として得られた調査方法は、以下の3つに分類される。
また、調査そのものへの問題提起も併せて紹介する。

（1）データ分析による調査

ヒアリングからは、現状を分析するための調査すべき項目として、「企業が公表している非財務情報の内容」「CSR 報告書等の任意の報告書で開示されている非財務情報」「エコファンド組入銘柄」が挙げられ、その項目をデータ分析する等、それぞれ下記の目的・方法が提言された。

①企業が公表している非財務情報（内容・項目等）

目的：どの非財務情報が企業業績に影響を与えると企業が考えているかを抽出する（企業は、業績に影響を与えると考える非財務情報を開示しているという前提）。

方法：企業が開示している非財務情報を、業種別等により統計的にまとめる。

②CSR 報告書等の任意の報告書上で開示されている非財務情報

目的：非財務情報の開示状況の変化を捉える。

方法：経年で調査を実施する。

③エコファンド組入銘柄

目的：エコファンドは環境に良いかを評価する。

方法：具体的にエコファンドに組み入れられた企業や環境経営で評価された会社について、そのCO2 排出量等、パフォーマンスはどうなっているのかを調査する。

（2）投資家へのアンケートやヒアリングによる現状調査

調査すべき対象としては、アナリストやファンドマネージャーが挙げられた。

①アナリストやファンドマネージャー

目的：評価プロセスや投資プロセスにおける非財務情報の活用状況、および、将来の活用可能性について調査する。

方法：代表的な3-4業種（BtoB, BtoC）について、アナリストやファンドマネージャーに財務データと企業の製品関連情報などのIR 関連情報に加え、CSR 報告書を提示して、非財務情報の活用状況、および、今後の活用の可能性についてヒアリングする。

(3) 環境情報をはじめとする非財務情報の開示を促進するための調査

ヒアリング対象者から、積極的な情報開示を促進する必要性が提起され、そのための調査アプローチとして下記の内容が提示された。

①海外 SRI ファンドやインデックスの日本株の組み込み銘柄

目的：海外 SRI ファンドやインデックスの日本株組み込み銘柄について、外国人投資家による非財務情報の活用状況を調査することによって、非財務情報開示の必要性を企業に対して提示する。

方法：SRI ファンドやインデックスを買っている外国人投資家にヒアリングを行い、外国人投資家はどのような視点で日本企業の非財務情報を評価し、どのような日本株を買っているのかを確認する。

②投資パフォーマンスの分析

目的：環境関連の情報を開示したほうが、企業価値を適切に評価できることを提示する（有価証券報告書への環境情報記載を推進する）。

方法：特定の環境情報がある場合とない場合で判断がどう違うか、その結果として投資パフォーマンスはどうかを投資家にヒアリングする。

(4) 非財務情報の調査への問題提起

- 市場での ESG²に関する非財務情報による企業評価が行われるためには、市民社会の意識の成熟を待つだけでなく、いいところ取りでない非財務の情報をしっかりと出すということを政策的に進めていく必要がある。今のところ各社から出されている非財務情報はバラバラであり、ガイドラインがあればより比較可能性が確保されるであろう。従って、ガイドラインの必要性を感じる。政策が加わると、取り組みが加速していくと思われる。調査を実施するかどうかよりも、こうしたことを強調したい。

- SRI をどのように捉えるかによって、非財務情報の調査の結論を、最終的にどこに持っていくのか、SRI を投資にどう活用するのか、によって変わってくるだろう。

SRI の捉え方には、大きく分けて、以下の 2 種類が考えられる。

ひとつは、SRI を投資のスタイルの一種として扱い SRI ファンドは通常よりリスクが少なく高いパフォーマンスが得られるだろうと期待する捉え方である。この場合は、経済的合理性の観点から、1 つのスタイルとしての SRI ファンドの意義を説明することができ、企業価値と関わりがある可能性がある。

もうひとつは、株式を市民経済の象徴と捉え、投資とは切り離して、純粋な社会貢献を目

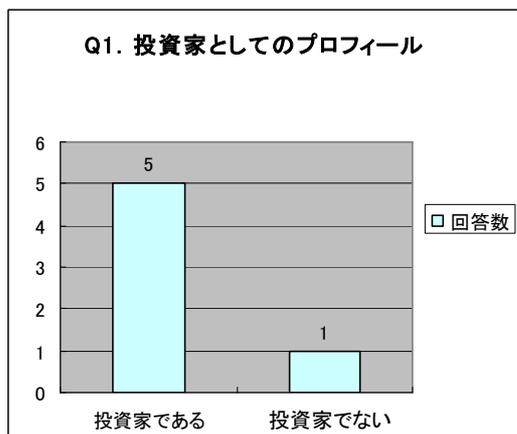
² ESG(Environmet, Society, and Governance) 環境問題、社会問題及びコーポレート・ガバナンスの問題。これについては、UNEP 金融イニシアチブ関連文書にも解説あり。

http://www.unepfi.org/regional_activities/asia_pacific/japan/activities/index.html

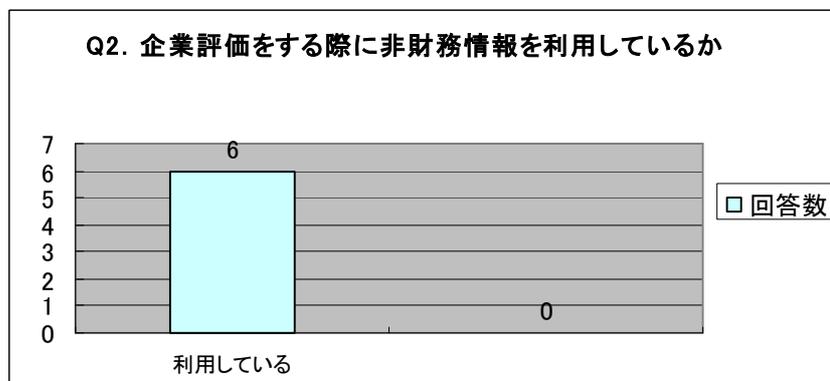
指すものである。例えば、環境保全を支援するための資金援助を行うファンドを構築することが考えられる。この場合は、投資をして利益を獲得することのみを目的とするものではないので、企業価値や資本市場理論とは切り離して考えることが可能である。

IV 「環境配慮促進のための SRI 検討調査」ヒアリングから得られた意見の詳細

Q1. 投資家としてのプロフィールについて



Q2. 企業評価を実施する際に非財務情報を利用していますか。



■ 「利用している」との回答に関するコメント

- ・ 利用はしているが、定性情報としての参考程度に過ぎず、定量的な分析には用いていない。
- ・ いわゆる ESG³に関わる部分は、外部の調査会社にリサーチを委託している。調査会社は、各企業へのアンケートや、CSR レポートや環境報告書、ウェブ上の情報を分析して個別企業のレポートを作成している。非財務情報については、調査会社からの調査レポートや、CSR レポート／環境報告書を中心に、アニュアルレポートも見ている。

³ ESG(Environmet, Society, and Governance) 環境問題、社会問題及びコーポレート・ガバナンスの問題。これについては、UNEP 金融イニシアチブ関連文書にも解説あり。

http://www.unepfi.org/regional_activities/asia_pacific/japan/activities/index.html

- 調査会社のレポートの他、企業の CSR を管轄する部署の方に直接ヒアリングをした内容も材料としている。これは、網羅的に CSR の取り組みや、社内への浸透方法など、レポートを読んでもなかなか実感できない部分について、実際に質問して情報を得るものである。CSR レポートなどの開示は企業の取り組みのごく一部で、その取り組みの背景にある考え方、情報の出し方も各社各様なので、直接話を伺うようにしている。
- ファンドマネージャーは、PER⁴が同じ 10 倍とか 15 倍などでも、買う会社と買わない会社があるが、そのジャッジも非財務情報を考慮して行っているのだと思う。
- 基本的に企業は半永久的に続くと仮定すると、株価が下がっても、中長期的に良い企業と判断されれば、マーケットが買う場を提供してくれていると考える。それを裏支えする情報として、財務的には一時期悪くても、経営者が将来を見据えてやるべきことをやっているという非財務情報を基にして買うこともあり得る。どういう時に買うかは、その環境にもよるので数値化は難しいが、そういう情報も大事にしている。

■その他のコメント

- 日本インベスター・リレーションズ協会で行っている調査「IR 活動の実態調査」⁵がある。最近は大いぶ IR 担当も意識するようになってきている（2005 年で 43.9%の担当者が CSR 情報の開示を意識）が、CSR の評価基準があいまいという答えが 54%で、CSR 報告書を見ても評価につながっていないことを感じていると思われる。
- 経済同友会「CSR に関する経営者の意識調査」⁶（2006 年 3 月）では、経営者に対し、トータル（CSR に関する非財務情報も含めた）な企業価値が資本市場において正しく理解されているかどうかを質問している。2002 年は世界の投資家と比べて評価していないという回答であったのが、2005 年は機関投資家・アナリストは評価し始めたとある。この変化は主にネガティブな情報についての評価であり、根本的には一般社会の CSR への認識は弱く、定着しているとは言えない。

⁴ PER(Price Earnings Ratio) : 株価収益率

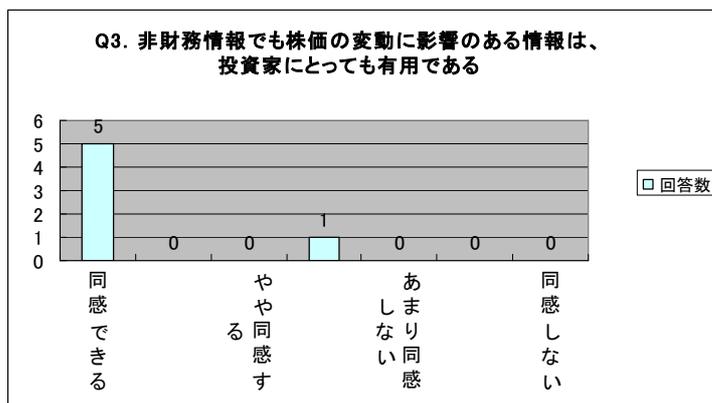
⁵ <https://www.jira.or.jp/>

⁶ <http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2005/pdf/060307.pdf>

Part1. 投資家等にとって有用な非財務情報に関する質問

Q3. 「投資家等にとって有用な非財務情報」に関する下記の内容について、どのように思われますか？

➤ 非財務情報でも株価の変動に影響のある情報は、投資家にとって有用である。



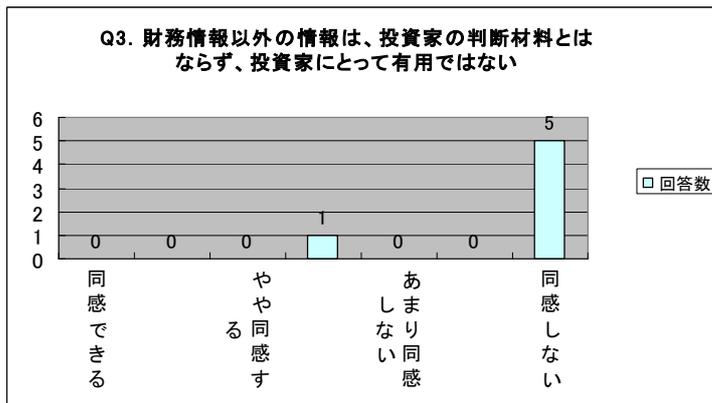
■ 「有用な非財務情報」の定義についてのコメント

- ・ 何が有用な非財務情報なのかということは、投資家の投資目的に依存する。通常は、投資利益に影響する情報が有用とされている。別の考え方として、投資家としての責任ある行動をとる上で、必要になる情報がある。

■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 当然そうである。
投資家として、基本的には株価に影響のある情報を集めに行く。それは、企業業績（いわゆる財務情報）に影響を与えるような非財務情報は大事だというベースの考え方があるためである。
- ・ 不祥事を起こした企業が説明に来た時には、アナリストが対応したが、ファンドマネージャーの中にも関心のある人もいた。同じような不祥事が出ても、その不祥事が出たところの株価によって投資行動としては違ってくる場合もある。

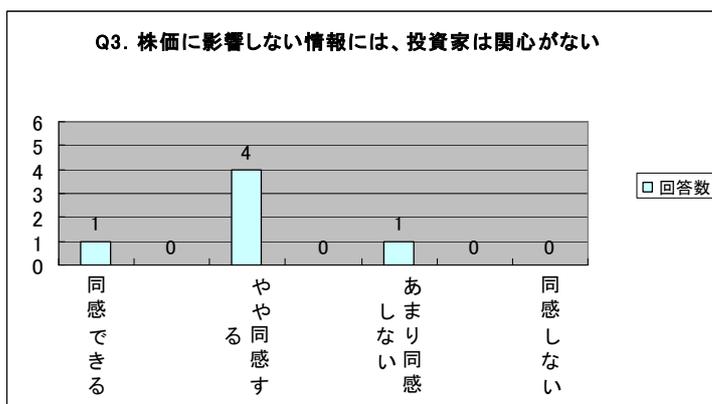
➤ 財務情報以外の情報は、投資の判断材料とはならず、投資家にとって有用ではない。



■ 「同意しない」との回答に関するコメント

- ・ 業績につながるような非財務情報は非常に有益だが、そのような情報はマーケットに出ると株価に織り込まれてしまうため、まだ市場が認知していないような、最終的に財務情報に下りてくる手前の非財務情報を重視している。
- ・ 非財務情報は複雑にいろいろな形で関わっているので、有用でない非財務情報というのではなく、どこかに表れている。ただ、気がつかないだけで、ある日突然出てくるかもしれないので、日常的にいろいろなことをイメージしながら見ていかなくてはいけない。特にアクティブ運用では、マーケットの中から、会社を個別に選んで投資行動に差をつける訳だから、そういう目線で非財務情報も気にして見ているところがある。

➤ 株価に影響しない情報には、投資家は関心がない。



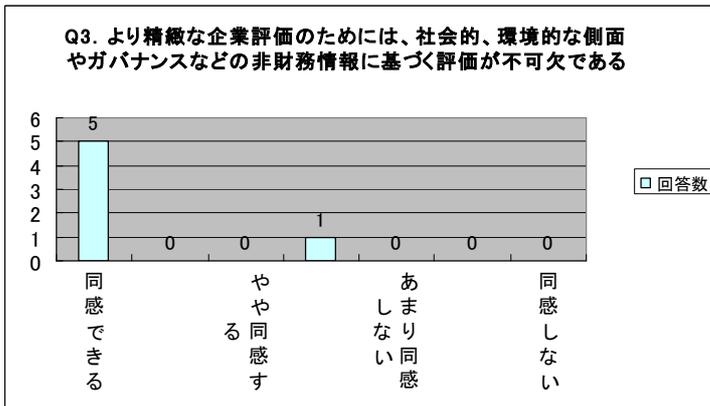
■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 投資家が株価にしか関心が無いことは明らかである。

■ 「あまり同感しない」との回答に関するコメント

- ・ その投資家が、株価に影響しないと判断した情報には関心がないが、影響すると判断すれば関心があるということである。

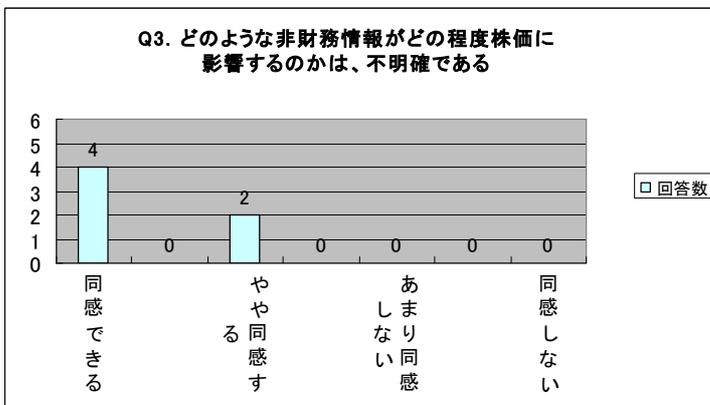
- より精緻な企業評価のためには、社会的、環境的な側面やガバナンスなどの非財務情報に基づく評価が不可欠である。



■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 機関投資家として運用する立場では、株価は業績に関わってくるということがベースとしてある。日本の上場会社の業績がすべてよく、右肩上がりであれば、銘柄選択も関係なくどの会社でもいいということになるが、地球環境問題などいろいろな課題がある中で、その課題を克服できる会社とできない会社とに二極化していく可能性がある。投資家としては業績がいい会社を買いたい訳だから、業績が良い会社で課題を乗り越えていける会社の方が、当然将来的な業績も良くなる確率が高いと考える。要は確率をどう高めていくかという作業だ。

- どのような非財務情報がどの程度株価に影響するのは、不明確である。



■「同感できる」との回答に関するコメント

- ・ 非財務情報は株価に対しては弱いファクターだが、積みり積もると株価に影響する可能性もあるものとする。

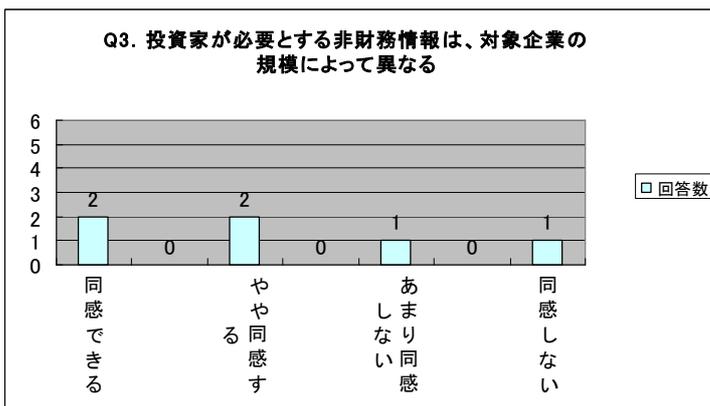
■その他のコメント

- ・ 米国のフェアディスクロージャー制度では、マテリアル情報（株価に影響を与える可能性の高い情報）という考え方がある。非財務情報か財務情報かという分けだけでなく、マテリアル情報になるものとならないものに区分して考える必要があると考える。

日本の場合は、同様に東証では「重要事実」について開示が要請されるが、ある程度開示すべき内容が区分されている。一方、米国では何がマテリアル情報かパターン化はされてはおらず、企業側が開示内容を判断することとされているが、開示しないことがリスクになると考えて積極的に開示する傾向にある。

その背景には、日米の開示制度の違いがある。日本では、決算発表に際し、多数の投資家などが参加する決算説明会が行われ、一方、米国では、投資家も企業も分散しているため、個別取材が中心であり、一部の相手にのみ情報を開示してしまうリスクが高い。日本では重要とされていない情報でも、米国では株価に影響するとマテリアル情報に該当し、マテリアル情報を特定の人だけにオープンにした（セレクトティブ・ディスクロージャー）として摘発される例が散見される。そうしたリスクを回避するために、米国の企業は積極的な開示を行っているが、それらの開示情報の中には、非財務情報がかなり隠れていると考えられる。

➤ 投資家が必要とする非財務情報は、対象企業の規模によって異なる。



■「やや同意する」との回答に関するコメント

- ・ 規模ではなく、対象企業ごとに異なるということではないか。

■「あまり同意しない」との回答に関するコメント

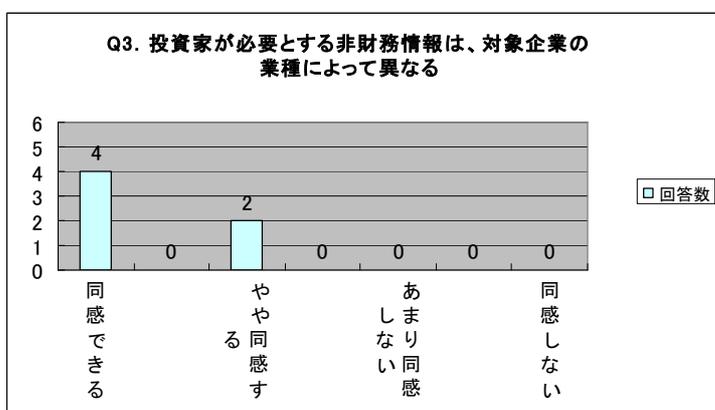
- ・ 規模よりも業種によって異なる。ただ、規模が全く影響しないとも言い切れない。例

えばグローバルで一位の企業であれば、ステークホルダーからいろいろといわれるリスクも相当あるので、そういったレベルになると企業規模も影響するといえなくもない。

■ 「同感しない」との回答に関するコメント

- 対象企業の規模には間違いなく関係ない。初期の SRI ファンドには、企業規模が大きく、環境投資をできるゆとりのある優良企業が集まっていたが、それを SRI ファンドの本来の目的が社会に貢献する資金の流れを作ることと考えれば、企業の規模と関係のないことは明らかだろう。

➤ 投資家が必要とする非財務情報は、対象企業の業種によって異なる。

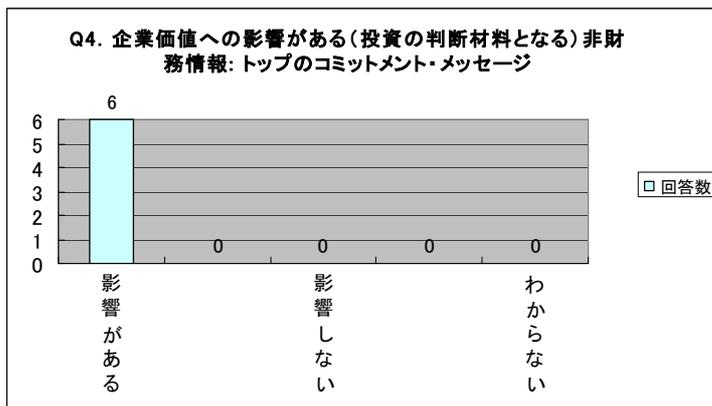


■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- 対象企業の業種によって異なるのは間違いない。

Q4. 企業価値への影響がある（投資の判断材料となる）非財務情報にはどのようなものがあるとお考えですか（以下の項目は、GRI「サステナビリティ・リポーティング・ガイドライン第三版」から抜粋したものです）。また、これらの情報の開示状況についてどう思われますか。

➤ トップのコミットメント・メッセージ



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- トップの考え方に共感できるか、ということは、SRIに限らず普通の投信に関しても同じだと思う。全部のトップの方へ自分で直接ヒアリングに行けなくても、経営者としての資質や経営に対する姿勢、数値に対する意識などについては、アナリストに情報をもらいながら横比較することは可能だ。そういうところで、企業価値への影響は大きく、裏付けは取れると思っている。
- 今後、トップのサステナビリティへの認識が重要と考えている。トップメッセージを徹底的に読むと、トップがわかっているのか、部下が書いたものなのかなど、トップの認識がよく分かり、会社の評価ができると考えている。
- トップのメッセージは重要で影響がある。
- どの情報が大事かは一括りに言いにくいですが、トップのメッセージがどのように発信されているか企業価値を向上させるにあたってどういう取り組みをしているかなど、大きな企業になればなるほど、トップのビジョンは非常に大事だと思っている。
- ある意味でトップのメッセージも、企業が成長し業績を伸ばしていく上で不可欠なものなので、重視している。どの会社のトップメッセージが本当に実効性のあるものなのかという観点で、確率を高めるために周辺取材を行っている。

■ トップメッセージの内容に関するコメント

- トップは明確なビジョンを持っているかということが重要である。
- トップがこの温暖化に関する問題を理解しているのかどうかに注目している。これはリスク情報でもある。
- コミットメントについて注目しているのは、オリジナリティがあるかということだ。CSRについて考えている会社であればあるほど、必然的にオリジナリティが出てくる。きちんと考えている会社は、「地球環境を守る」というような曖昧な言い方ではなく、その会社だからこそできる CSR というようなオリジナリティがある。いかに真剣に考えているかということは、オリジナリティがあるかないかでも伝わってくると思う。
- トップメッセージは、アニュアルレポートと CSR レポートで変える必要はない。一本化して、単なるごあいさつではなく、今投資家に伝えたいことのエッセンスを、自分がこういう風にやりたいという意味を表現できる場であつたらいいのではないか。あまり文字が多すぎても読みにくいので、絞って記載することは必要だ。
- コミットメントとしては、営業利益率などの数字に縛られるより、裏に業績目標があるとしても、会社をどうしたいか、どういう目標があるか、ということが大切だ。そういう面から、株主だけでなく、社員や地域社会にも目配りしているというメッセージが欲しい。そうすると多分に定性情報が多くなるが、その中で数値が示されれば良い。

■ 開示レベルに関するコメント

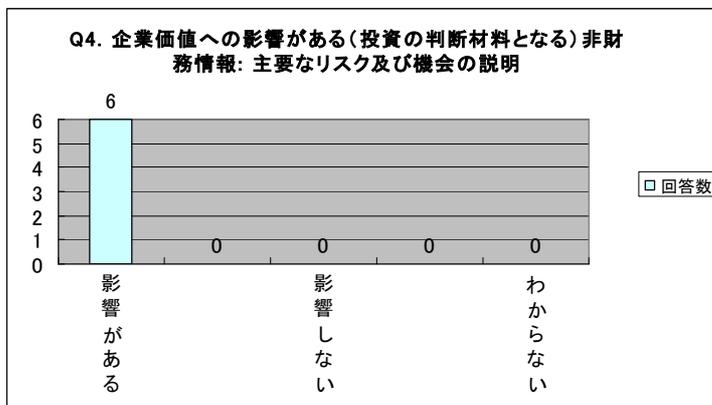
- 開示は不十分である。単なるごあいさつが多く、どれがコミットメントかよくわからない。
- 現状では CSR 報告書のメッセージは不十分である。
- トップのメッセージは、最近開示されている方向にあると考えている。有価証券報告書上でも、トップのメッセージの主要な部分は開示されていると考えている。
- トップメッセージの開示は、十分な会社とそうでない会社があるので、全体で考えると十分とはいえない。

■ その他のコメント

- 10 年前にはなかったことだが、社長自ら決算説明会に出るなど、数年前からトップの方がいろいろな場で直接語りかけることが多くなった。直接話を聞きたいという市場

側の要請を踏まえて、企業側が対応してきたと思うが、そういうことが大事だと思う。

➤ 主要なリスクおよび機会の説明



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ 有価証券報告書ではリスク情報を記載することになっているが、開示される情報の内容については分析した上で使用することが必要だ。

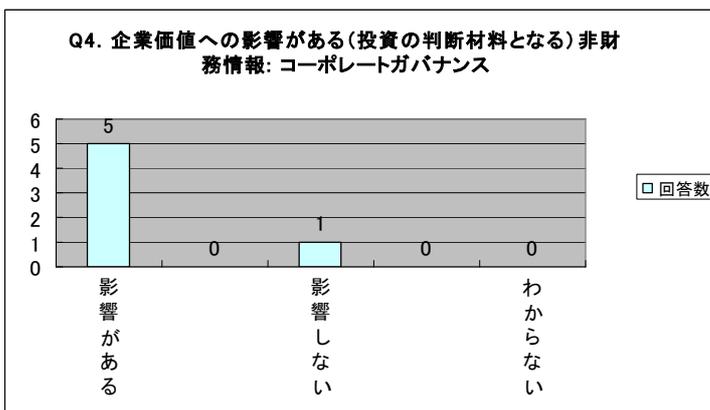
■ リスク情報の開示内容に関して

- ・ 最近では事業リスクをクローズアップしすぎている印象を受けている。IPO の目論見書もそうだが、挙げられるだけのリスク情報を挙げて、これでも投資しますかといっているような印象を受ける。CSR 報告書での不祥事に関する記載と比べても、ネガティブ過ぎないかと感じている。(一方では、一般的なリスクの羅列にすぎず、企業特有のリスクがあまり載っていないという指摘に関して)、そういう点では、かえって混乱させるというか、真の情報が何か分らなくなっているということはある。
- ・ 日本のリスク情報は、天変地異や事業運営が傾く可能性などの一般的な情報が多い。どこの企業でも起こり得る抽象的なリスクでは、情報としてあまり意味がない。一方、アメリカのリスク情報では、どこの工場の何ラインはこういう状況だなどという、社内でないと分からないリスクの具体的な情報が出ているので、非常に有用だ。
- ・ 有価証券報告書の「対処すべき課題」の方が、企業が今直面している課題が書かれているので、情報としては有用だ。
- ・ 企業は持続可能でなければいけないので、不祥事を起こした会社については、その後どういう社内体制をとっているか、また不祥事が起こって業績が下がる可能性は少ないか、とかいうところを見て、将来に対する確信度を上げていくことになる。CSR レポートの文章の量によるのではなく、会社の実態がどうなっているかということだと思う。

■開示レベルに関するコメント

- ・ この開示はほとんどないのではないかと。ただし、内部統制報告書には、リスク情報を開示することになる。
- ・ （不祥事を起こした企業で、不祥事に関してかなり紙面を費やしている CSR レポートの事例もあるが、）不祥事の程度、会社の危機感、規模や人員体制にもよるが、不祥事を起こしたすべての会社に対して、ここまでのは要求できない、あるいは、ここまでやったから OK ということも言い切れない。ただ、不祥事があったときに、そのことに全く触れないのはおかしい。1 頁でも 2 頁でも、現状とどのように対処をしているかについてきちんと触れるべきだと思う。

➤ コーポレートガバナンス



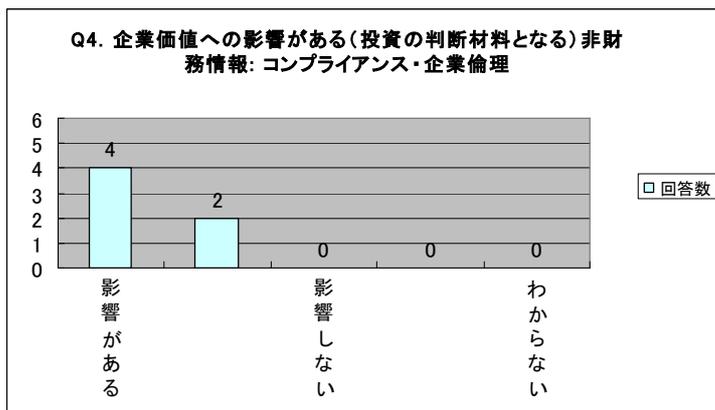
■「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ ガバナンスは判断に影響があるだろう。
- ・ ガバナンスの体制は株価に影響しているという調査が、海外でいくつも出されている。しかし、そうした論文の統計手法を見ると、それ以外のファクターを取り除くことができていないのではないかとこの疑問がある。

■ガバナンス情報の開示内容に関するコメント

- ・ 多くは縦の統治体系のみが開示されているが、ガバナンスの中にステークホルダー・エンゲージメントがどう組み込まれているかが、今後注目されると考える。これはまだ極めて不十分である。

➤ コンプライアンス・企業倫理



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

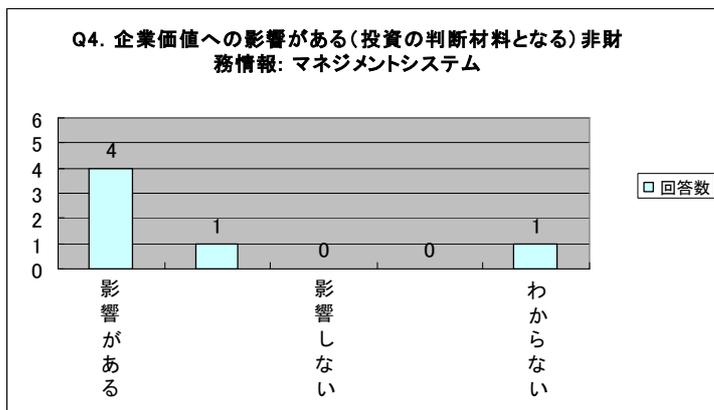
- ・ 企業倫理も、ある程度投資家の判断に影響するのではないかと測るかで違ってくる。
- ・ 先日ある投資家と話して、非財務情報とは何かと質問したところ、ガバナンス、コンプライアンス、知的財産の3つであるとの回答であった。ガバナンスはリスクプレミアムを低下させる効果があり、コンプライアンスも同様な効果があるということだった。しかし、事業内容で影響するものとしらないものがあり、全てが影響するわけではないと考える。

■ その他のコメント：ガバナンス情報の開示内容に関して

- ・ 企業倫理というが、倫理観の高い職員がいることがその会社の品格になるため、人的資産（ヒューマンキャピタル）という考え方があまりないが、今後重要になるだろう。コード・オブ・コンダクト⁷でも、最近やっと「こうした社員でありたい」などというものが出来てはいるが、ほとんどは「何をしてはいけないか」ということで、処分の根拠と言う程度にしか使われておらず、取り組みなどへの踏み込みは不十分である。

⁷ コード・オブ・コンダクト（Code of Conduct）：行動規範、企業倫理規範などのこと

➤ マネジメントシステム



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ CSR 委員会や CSR 推進部のような、CSR に特化した組織があるかということはチェックしている。専任部署があればよいということではないが、やはり専任の組織がある場合には、それなりに CSR に力を入れていると考えられる。
- ・ CSR の専任体制がある会社でも、その取り組み方とかやり方は各社各様で、その会社の中でいろいろと議論を重ねてやっている。自己分析をしながら、最大限の効率を出せる自社にあったやり方かどうかを考えているか、ということ、個別企業ごとに注意して見ている。企業によって相当個別色があり、同業他社を比較した中でどちらのやり方がいいのかということは、なかなか数値化しにくい。

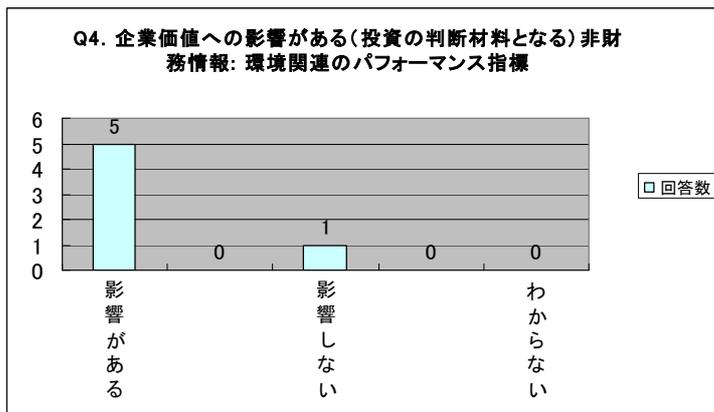
■ 「わからない」との回答に関するコメント

- ・ 範囲が広いので企業ごとに異なると考え、分からないと回答した。

■ 開示レベルに関して

- ・ マネジメントシステムは、仕組みの話なので、開示しやすい。ISO システムなどは、結構開示されている。

➤ 環境関連のパフォーマンス指標



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ 環境報告書に開示している個々のデータまでは活用できていない。全部の会社が同じ基準で開示していれば、将来製造原価が下がる可能性のある会社とか、販管費が削減される可能性の高い会社とか、というふるいをかける意味でも有用になってくるのかもしれないが、現状ではそこまで横比較ができない状態だ。
- ・ 時系列での環境関連のデータ収集は外部の調査会社に委託しているので、細かい数字を追いかけるのではなく、トピック的なところだけをピックアップして詳細に見ることはある。環境関連や労働関連などの個々の項目の全部を各社一律にチェックしても、それによって何か結論が得られるわけではないので、各社ごとに、重要そうなどころだけをかいつまんで、注意して見ることはある。
- ・ パフォーマンスを投資判断に直結させることはしていない。しかし、継続するという前提で見ていた工場が、ある日突然環境違反のためにどこかの国から操業停止命令を受けると判断が狂ってしまうので、ちゃんとやっているという傾向は見なければいけない。
- ・ 特定の項目に必ず注目して横比較するということはない。会社によって軸足を置いているところは全然違うので、その会社が CSR レポートの中で、どこを一番アピールしているかという部分を、個別に見ている。

■ 「影響しない」との回答に関するコメント

- ・ 環境・労働・人権・社会関連パフォーマンス指標が影響するかどうかは、場合による。また、影響する企業としない企業があるが、いずれにしてもかなり弱いファクターになるのではないかと考える。知る限りでは環境関連のデータは、かなり開示されていて、株価に影響するというワーキングペーパーなどもあるが、影響を与えない会社も多い。

■ その他のコメント：環境パフォーマンス情報の内容に関する情報

- ・ 温暖化情報は、非財務情報ではなく財務情報になるのでは、ということもある。こういう認識を持つ人が増えてくる。
- ・ GHG⁸関連情報に注目している。
- ・ 気候変動、生物多様性を重視している。
- ・ 温暖化関係等のパフォーマンスが株価に影響を与えるという意見については、疑問に思っている。

■ その他のコメント：影響のレベルについてのコメント

- ・ 業種によっても異なる。鉄鋼や化学など産業系は環境関連のパフォーマンスを開示しており、目にする機会も多い。一方、小売業などは、そういう情報の開示は少なく、見ないこともある。
- ・ 注目される具体的な項目や影響は、時間軸と業種によって違う。例えば、セメント、鉄鋼などは、インパクトが大きく、CO₂が重要である。金融も従来は、環境とはあまり関係ないと思われていたのが、無視できないと変わりつつある。環境関連のパフォーマンス情報は最近開示されているのではないか。

■ 開示レベルについて

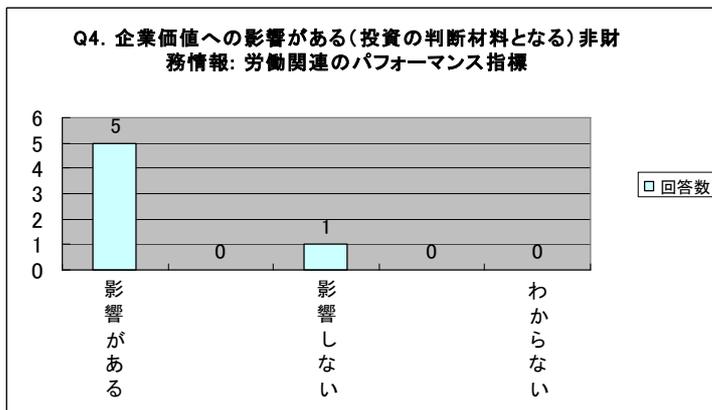
- ・ 現状では、国内の子会社だけや、さらに関連会社まで含める、あるいは海外まで含めるなど、集計のバウンダリーが各社によって違うので、比較はしにくい。そういうこともパフォーマンスデータを使いづらくしている一因だと思う。
- ・ 最近になって投資家から、温暖化の問題について話す依頼が急に増えてきている。このテーマにみんな関心が高い。企業にも日常生活にも影響するということがわかってきて地球温暖化をどうにかしなければいけない、という認識が強まったのではないか。日々新しい評価の視点は出てきている。
- ・ 温暖化関係等のパフォーマンスが株価に影響を与えるという意見については疑問に思っている。
- ・ 目的を達成しようとする場合、目的に対する進捗があつてしかるべきだ。「環境に貢献する」というような漠然としたものではなく、何年何月までにこのような目標を達成するというように、企業なりに何らかの計画を作って、それに対する進捗を説明しよ

⁸ GHG(Greenhouse Gas)：温室効果ガス

うとする姿勢があるかどうか、コミットメントを読むときに注意している。

- ・ 今後、石油文明からの転換方法の開示が重要と考えているが、開示はきわめて不十分である。

➤ 労働関連のパフォーマンス指標



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ 具体的に目標値などを開示している会社もあるが、数字の裏には意味がある。同じ10%でも、守りの10%なのか攻めの10%なのか、という視点だ。守りも攻めも大事だが、両者では使い方が違ってくる。数字は客観的であるという面では有用だが、大事なのは数字の背景の意味で、それがあれば使い勝手のある有用な数字だと思う。この数字にはどういう意味があるのか、これから高めようとしているのか、これでいいと思っているのか、などの傾向もある。それは、個別に比率の数字を見ただけではわからない。

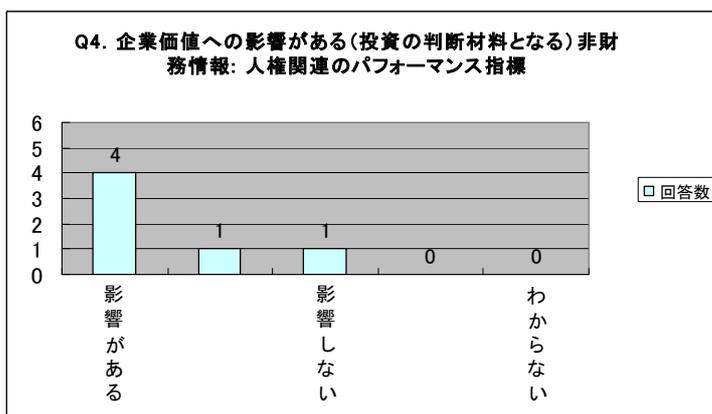
■ その他のコメント：労働関連のパフォーマンス指標の内容について

- ・ 労働関連では、人材育成というか、採用してから企業の中でどういう人材として育て上げていくか、という研修プログラムなどに、最近は興味がある。
- ・ 普通のアナリストは、例えば人材育成方法について、企業に対して網羅的な取材の仕方はしないと思うが、自分の担当内で、断片的な非財務情報は必ず得ている。小さなことでは、社員のやる気は最終的に業績に反映されてくるので、社員一人ひとりのインセンティブ向上のためにどういうことをしているか、ということもある。
- ・ 社長が、女性管理職比率がなぜこんなに低いのかということで、人事部が積極的に動いて取り組んだ会社があった。女性の活用に関して男性も女性も参加できる講座を作ったり、キャリアアップのプログラムにまじめに取り組んだ。その結果はまだ出てないかもしれないが、そういう背景がある目標値と、ただ単に増やせというのでは、

全然違うと思う。女性を数合わせに使ってしまうと、かえって組織的にうまくいかな
 なくなってしまうので、そこを見るのが非財務情報だと思う。

- 女性用のファンドを作るために、女性を登用するという会社もあるし、外部から見て
 もなるほどという取組みをしている会社もある。ダイバーシティの問題は、一般的な
 話というかマクロの話であり、取り組んでいるのが普通だと考えられる。やっていな
 い会社は、やっていないことについて批判されるのがリスク要因というマイナスの意
 味での評価だと思う。逆に攻めの意味で取り組んでいる会社は、業績が良くなるので
 はないかという期待値が高まる。
- 女性だけではなく、外国人の役員比率はどれくらいなのかという指標もある。初の外
 国人の役員が出たという会社もあるし、外国人の役員がいるのかいないのか、どうし
 て今回やろうとしたのか、企業の成長段階でのジャッジがあって、それが今、適切な
 のかなど、経営者は長期的な立場で見ているかもしれないので、そこはお互い納得す
 るまでディスカッションをしたりすることがある。
- 企業には、生活との両立の観点が薄い。また、日本に特有といってもいいが、請負契
 約の問題が大きな問題だ。給与水準の問題（特に大企業は海外の現地法人との給与水
 準）にも注目している。

➤ 人権関連のパフォーマンス指標



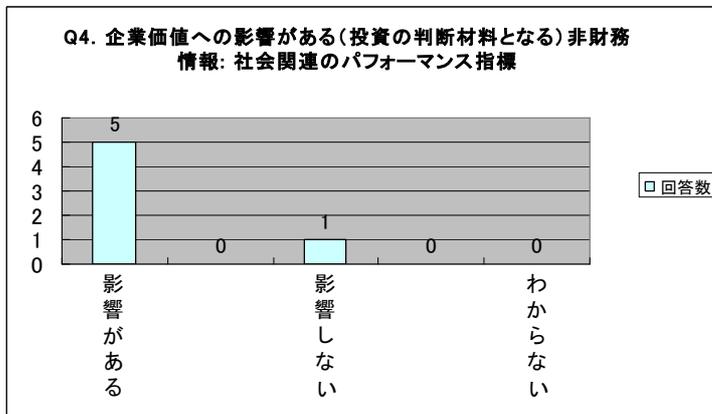
■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- 給与水準に注目している。海外子会社の労働条件は良くない。人権問題であるが、無
 差別ということについて意識が薄い。サプライチェーン（CSR 調達）も含めて考えて
 いる。

■ 「あまり影響しない（影響があると影響しないの間）」との回答に関するコメント

- ・今のところあまり影響しない。ただし偽装労働などの問題は大きい。

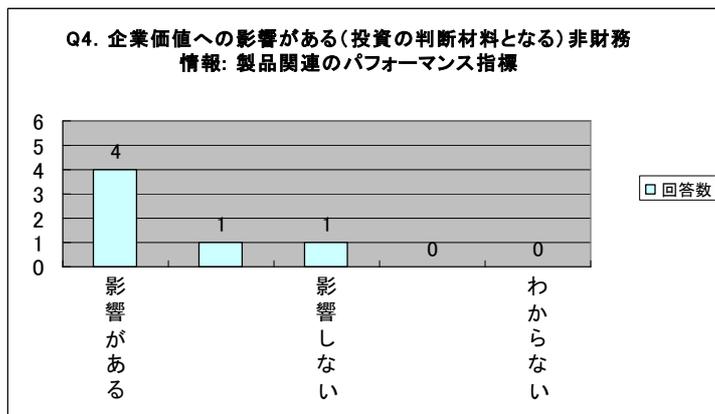
➤ 社会関連のパフォーマンス指標



■ その他のコメント：社会関連のパフォーマンス指標の内容について

- ・不正行為や談合は、やはり重要である。
- ・CSR調達、その他公正取引（フェアトレードも公正取引）に注目している。
- ・サプライヤーとの関係や、物流などにも注目している。サプライチェーンのどこかで結びついてしまうとレピテーションリスクになる。製品の原料調達や自社のブランドが出るところは、企業も相当気にしていると思うし、われわれもチェックをしなくてはと思っている。

➤ 製品関連のパフォーマンス指標



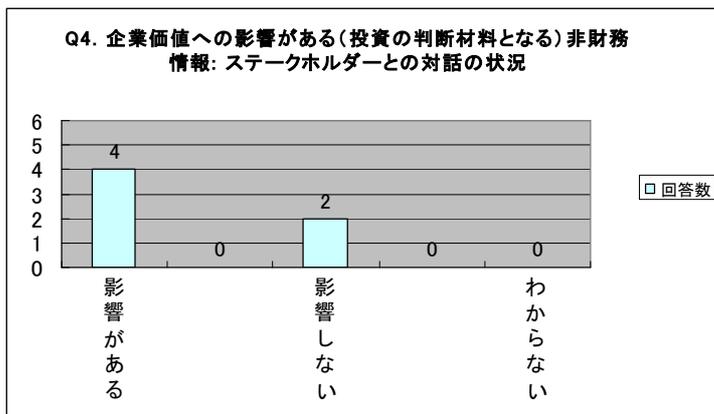
■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ 製品関連のパフォーマンス指標は大事になってきている。やはり消費者の関心も高くなってきているし、これは不祥事にも関連している。企業ブランドのこともあるので、企業も認識して活動している。
- ・ 業種によって違ってくる。例えば、自動車や電気は省エネ、食品やトイレットリーは、安全に関する指標などが重要だ。
- ・ 業種による。たとえば自動車なら、「走行時 CO2/走行距離」が挙げられる。

■ その他のコメント：製品関連のパフォーマンス指標の内容について

- ・ 安全・安心の問題に注目している。
- ・ 製品関連のパフォーマンスについては、顧客満足度について聞くことが多い。過去のアンケート結果でトータル点数がどうなっているのかなど、個別の項目でどこが高かったのか、などに注目している。

➤ ステークホルダーとの対話の状況



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ 21 世紀のステークホルダーとの対話は、パートナーシップだ。単に対話でなく、ニュービジネスモデルにつながるものとして行うのであれば、流行でしかなく、意味がない。その点、取組みが薄い企業が多い。報告書に記載されているものを読んでも、報告書を作成する上で意味があるだけだ。

- ・ コミュニケーションが多いというのはいいと思う。第三者意見書で指摘された弱点に関して、翌年その課題を踏まえて取り組んでいるという会社もある。ステークホルダーミーティングで出てきた課題に優先順位をつけて取り組んだり、コミュニケーションを取ったりしているということは、ある意味リスクは軽減できていると思う。そういう指摘があっても対処ができるというのは、想定外のことがいきなり起こるのとは違って、対処も含めて議論をしているということだ。株主との対話も、日ごろからコミュニケーションを取っておくという意味で、問題を防ぐという面もある。

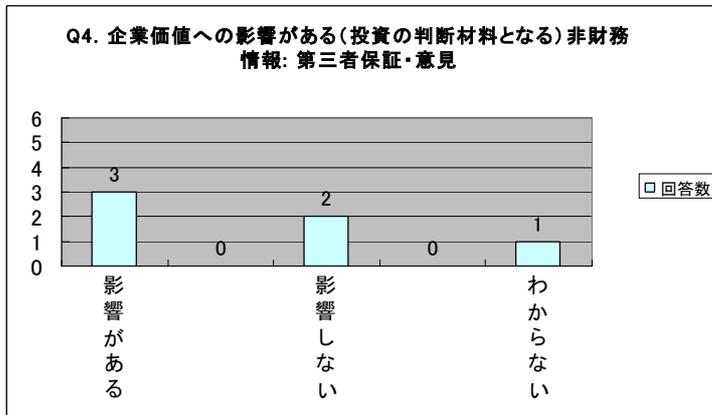
- ・ ネガティブ情報についても説明しているなど、会社としての姿勢が伝わると、読み手にも意味のある非財務情報になる。

例えば、機関投資家に財務担当者などが出向いて説明するという IR は、ステークホルダー・エンゲージメントの 1 つである。不祥事を起こしたときに監督官庁へ経営改善計画書を提出するのみでなく、顧客、地域住民への説明会や、専門知識を持った NGO や大学の先生が来て話し合うといった姿勢があれば、読み手にも伝わる。さらにその後、時系列で報告し、できなかったところとその原因分析、次はどうするかなどをきちんと開示すれば、投資家にも次の投資に向けて意味のある情報となるのではないか。

■ 「影響がない」との回答に関するコメント

- ・ 企業の経営に対しての影響はあるが、投資家に対しての影響はない。

➤ 第三者保証・意見



■ 「影響がある」との回答に関するコメント

- ・ 第三者保証は、中味、意義、限界、範囲を、会社もアシュアランス・プロバイダー⁹も理解し、外部の投資家など保証の結果をエンジョイする人たちに対して明確に知らせるならば、その範囲で活用でき、意味があると思う。

■ その他のコメント：第三者保証・意見の内容について

- ・ 注目している具体的な項目は、マテリアリティな項目が、すべて開示されていることの保証である。

■ 「影響しない」との回答に関するコメント

- ・ 報告書感想文的なものが多いが、会社の CSR に関する方針や取り組み自体について意見を述べるものでないと意味がないと思う。また、それを書くためには、ある程度調べなければいけないだろう。会社の行った取り組みについて、社内の情報を見たりヒアリングをする必要があるだろう（もちろんすべてをチェックすることはできないので、出される情報は正しいものとした上で）。

■ 「わからない」との回答に関するコメント

- ・ これは分からない。付いている方が、信頼性があるのか。第三者保証が付いているものなら一生懸命読むが、付いていなければ読まないということではない。

■ その他のコメント：第三者保証と意見について

第三者保証と第三者意見では、役割がまったく違うため、利用する企業側が目的を明確にしないといけない。第三者意見はアシュアランスではない。会社の目的がはっきりしない場合も多いので、依頼を受けた場合には、会社の取り組みがこうあってほしいという自分なりの要望を書いている。

⁹ アシュアランス・プロバイダー (Assurance Provider)：保証提供者。ここでは、CSR レポートや環境報告書における第三者保証提供者のことを言う。

第三者保証と第三者意見はレベルの違いの問題と説明する人もいるが、そもそもの位置づけ・質が違うため、どちらが上ということはない。両方付けている会社もある。

➤ **その他影響があるもの**

- ・ GRI G3 で出ているものは重要ということだと思う。開示されているかはケースによる。

■ **その他のコメント：企業価値に影響を与える情報及び投資家が利用する情報**

- ・ 非財務情報が、企業価値に影響を与えるかという問題と、投資家が銘柄を選定するのに非財務情報を使用するか（需給に影響するか）という問題は、異なる問題である。ファイナンス理論ではこの2つの問題を分けて考える必要があるとされている。

企業価値は需給とは独立(需給には影響を与えない)とするのが基本的な考え方だが、非財務情報は需給に影響を与える可能性がある。したがって、非財務情報は、需給に影響を与える結果として株価に影響することはある。これは、企業評価の影響した結果として株価に影響するということとは異なる。理論上だけでなく、投資家は実際にもこうした厳密な考え方をするのではないかと考えている。

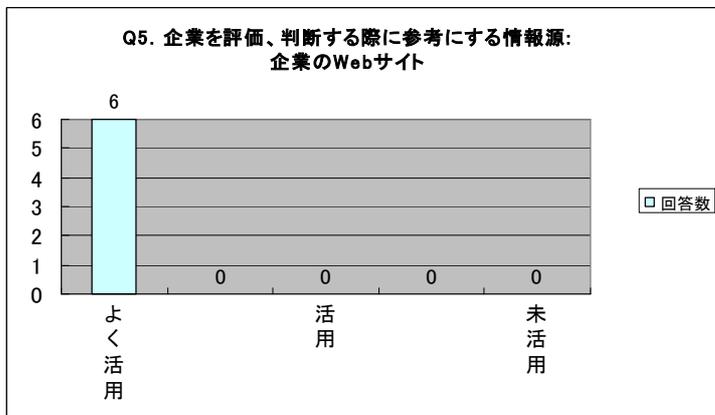
企業ごとに個別に開示すべき情報は異なり、短信・有価証券報告書では現状でも、かなり充実した情報が開示されていると考えている。企業もリスクを考慮して情報を開示する傾向にある。過度に制度開示の範囲ばかりを拡大することのみが正しいとは思えない。

■ **その他のコメント：非財務情報と ESG（環境・社会・ガバナンス）情報の関係**

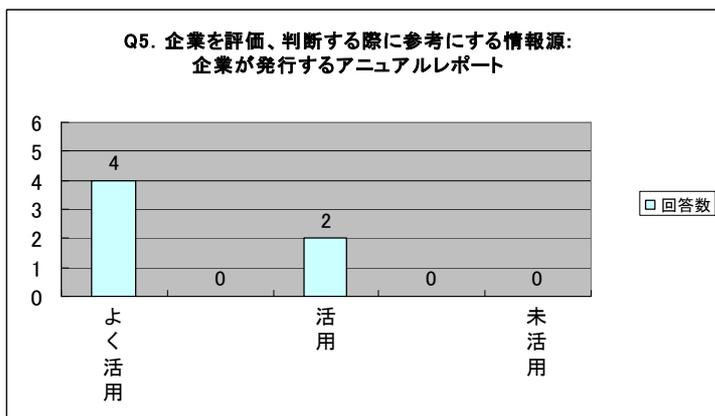
- ・ 財務情報（Financial）以外が非財務情報（Extra-financial）だが、後者には ESG 以外の情報（ブランド価値、知的財産など）も含まれる。Extra-financial といつか ESG といつかによって範疇は違う。知財なども重要な情報だ。非財務情報の中には、社会・環境・ガバナンスなどの情報（ESG）と、それらとは違う知財のような情報もあると、最初に分けておくと良い。環境省の調査対象は ESG が中心になるが、知財など ESG 以外の項目は、投資家にとってわかりやすく受け入れられやすいので、調査にあたってはこれらの項目に関する配慮も必要だ。
- ・ 非財務情報全体を対象にすると、開示が困難なものもあるだろう。そのため、ESG に関わる部分で見るなど、範囲を限るのも良いと思う。ノウハウや企業秘密とする部分まで広げてだめになるより、ESG で良いと考える。

Q5. 企業を評価、判断する際に参考にする情報源について

➤ 企業の Web サイト



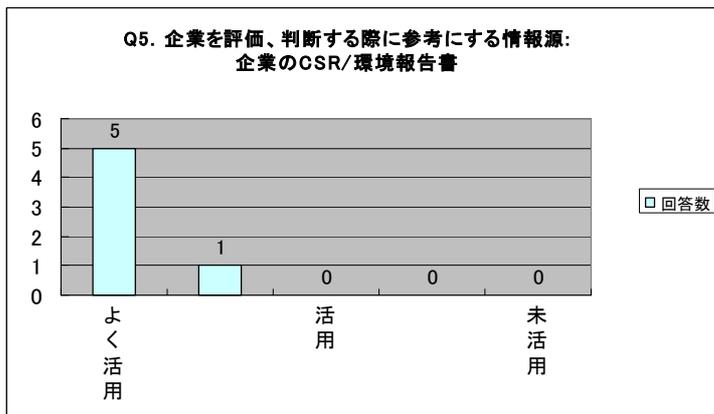
➤ 企業が発行するアニュアルレポート



■ 「よく活用」の回答に関するコメント

- ・ アニュアルレポートは会社を理解する上ではいいかもしれないが、出る時期も遅く、新しいものはなかなか載っていないので、それなら CSR レポートと一本化すればいいのではないかと。短信、有価証券報告書、アニュアルレポートと、同じような財務情報を掲載していて、トップメッセージもあまり特徴がないものだとしたら、アニュアルレポートの有用性が感じにくく、むしろ CSR レポートの方が、発展段階だが工夫がされているので面白い。
- ・ 会社は複数のステークホルダーが読むという前提で CSR レポートを作っているが、アニュアルレポートにはあまり目新しい話がないので、一緒になっても全然かまわない。

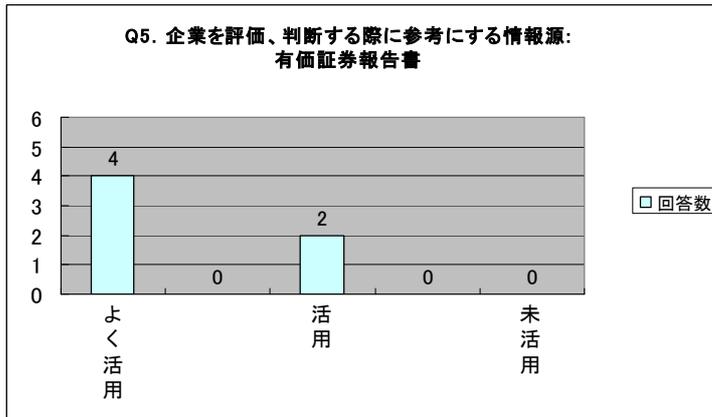
➤ 企業の CSR/環境報告書



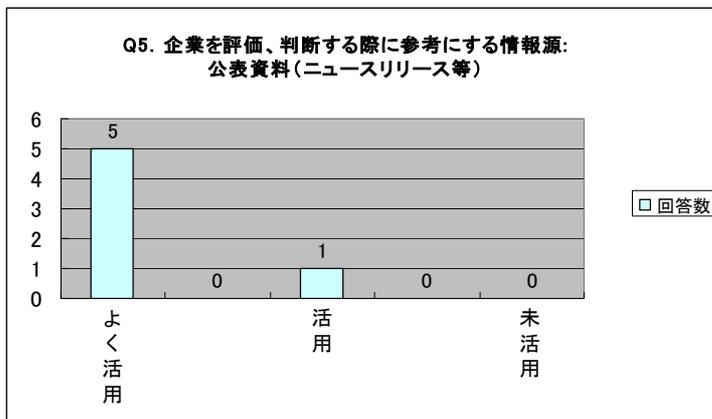
■ 「よく活用」との回答に関するコメント

- ・ アニュアルレポートと環境報告書とでは、重複している部分がある。そのため若干 CSR 報告書の活用度合いを低く回答している。
- ・ 企業にヒアリングに行くときには、CSR 報告書の冒頭のコミットメントは必ず読むが、みんないいことを書いているので、開示されていないような具体的な行動や事例もヒアリングで聞きながら、トップが実際にコミットメントをどのように担保しているかに注意している。開示していなくても目標はあるなど、あえて言うまでもなくやるべきことだなどという認識の違いもあるので、単純に読んだ通りということでもない。
- ・ CSR 報告書をどのくらい重視しているかは人による。企業の業績に関係あると思っているのか、そうでないかで違う。会社の温暖化対策がどう業績に結びつくかというのは極めて難しい。ビジネスでやっている場合には、本業の業界環境として見るのだろうし、その際にアニュアルレポートよりも CSR レポートの方が、環境問題についても書いてあるからわかりやすいということがある。反対にあまり関係ないと考えられる業態だったら、CSR レポートなどにたくさん書いてあっても、それは別にその会社の業務関係を説明しているものではないと判断されれば、活用されない。

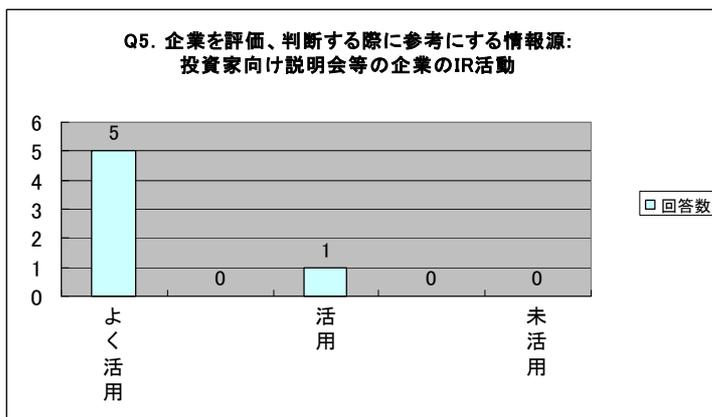
➤ 有価証券報告書



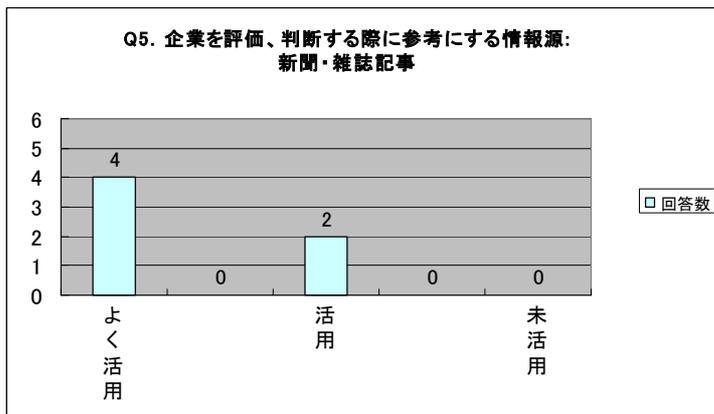
➤ 公表資料（ニュースリリース等）



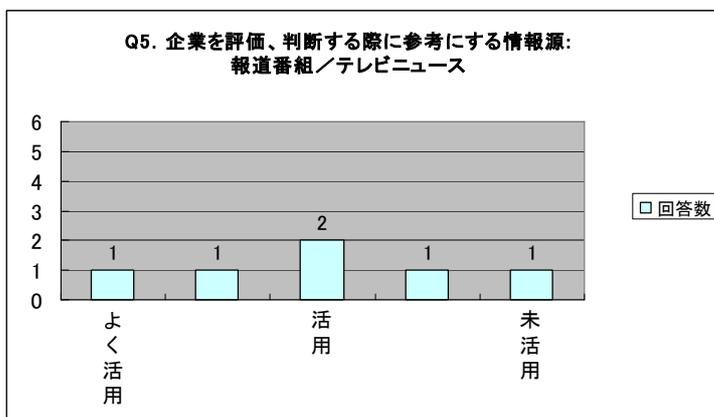
➤ 投資家向け説明会等の企業のIR活動



➤ 新聞・雑誌記事

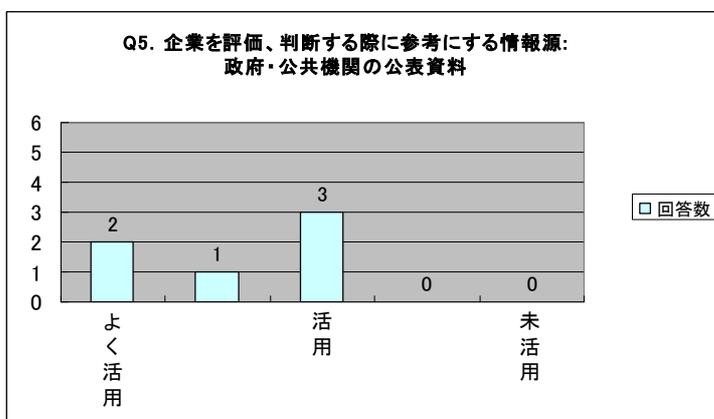


➤ 報道番組／テレビニュース

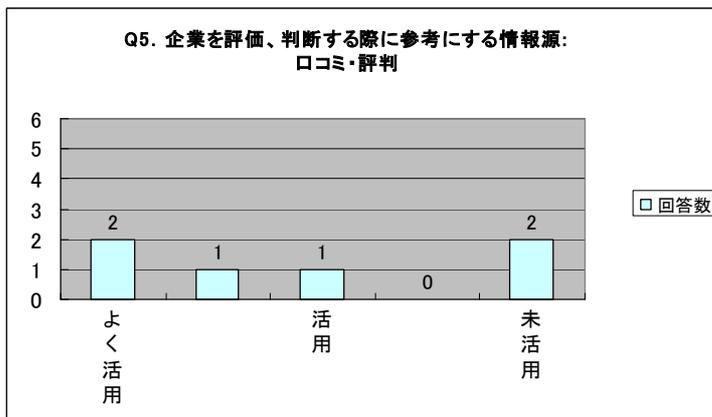


- 「あまり活用しない（活用と未活用の間）」との回答に関するコメント
- ・ これらの情報源は、本当かどうか分からないため、活用度合いは低い。

➤ 政府・公共機関の公表資料



➤ 口コミ・評判



■ 「よく活用」との回答に関するコメント

- ・ 口コミ評判は良く聞く。色々な方の意見を参考にされている。

■ 「少し活用（よく活用と活用の間）」との回答に関するコメント

- ・ 個人投資家にはこれで（株を）買っている人もいる。

■ 「未活用」との回答に関するコメント

- ・ 企業評価に使ってはいけないものなので未活用である。

➤ 上記以外によく活用されるものがありましたらお教えてください。

■ 企業への個別取材・ヒアリング

- ・ 企業への個別取材：基本は開示された情報を前提に企業に直に取材する個別取材である。投資家も、評価をする際にはきちんとヒアリングをするのが、今のやり方である。
- ・ その他企業のヒアリングを重視しているが、できるだけ上層部に対して行うようにしている。
- ・ 社員の CSR 浸透度に関して、A 社と B 社の e-Learning の履修率が同じ 95%だとしても、上司に言われて表面的に終わっている A 社のレベルと、本当に CSR の重要性を浸透させるために研修を実施し、社員が CSR の重要性を認識している B 社のレベルでは、実際に訪問してみると、如実に差が出る。

■投資家用のウェブサイト

- ・ 企業の株価情報を載せている投資家用のウェブサイトを見る人も多いのではないか。

■外部の調査会社からの情報

- ・ 環境については特に、外部の調査会社のほうがプロフェッショナルなので、調査を依頼している。上場会社の中から、環境、社会、ガバナンスなどでスクリーニングされた会社は、他の会社よりもトータルで優れていてリスクが少ない。それらの会社の中から、さらによりリターンを稼ぐために、業績につながっていく可能性の高い非財務情報を、調査会社のスクリーニングとは別の視線で見たいこうとしている。例えばトピックス的なことがあれば、より環境面でも良くなってくるのではないか、他の会社と差別化ができていないのではないか、ということもある。そういったところを特徴として見て行った方が、わかりやすいと思う。ただ、トピックス的な情報には恣意性が入る可能性もあり、指数化はしていない

■感性・感覚

- ・ リスク感覚としてネガティブ面の非財務情報の重要さを、数値に表せないが何となく感じるころはある。SRI に関しては、いろいろ試みてはいるものの、なかなか数値化しづらく、感覚、感性が重要になってくる。

■その他のコメント

- ・ 定量的な分析も、最終的には将来的な業績が良くなる確率を高めるものだ。例えば、固定費が減って売上が伸びるということや、固定比率、変動比率、その中でも具体的に分析して、将来的に業績が良くなる可能性の高い会社を探すということで、どんどんふるいをかけていく。

Q6. Q4. Q5.の非財務情報を活用している場合、どのように活用しているかについて、可能な限り具体的に教えてください。

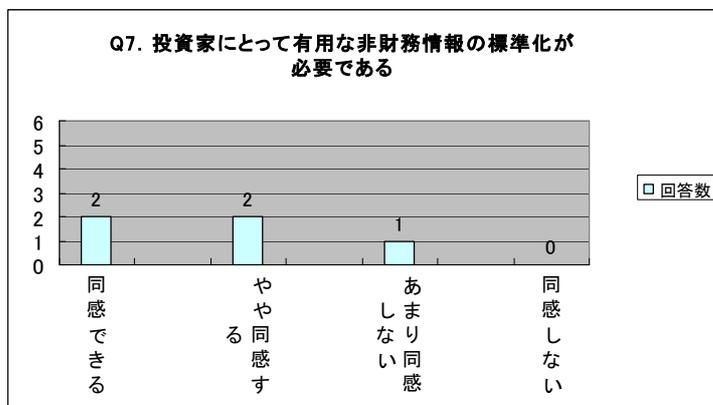
- この質問は、機関投資家で運用している人でないと答えられないのではないかと。機関投資家は制度や仕組みとして活用しているが、個人投資家は、企業評価の中でそれほど細かい財務分析はしておらず、ざっと四季報レベルの数字と来年の景気予想などの基本的なところと、最近の製品がいいなどということが、混ざり合っている感じだ。
- 機関投資家でも、運用している人かアナリストかにもよる。アナリストでも、企業を評価する際に、財務データだけではアナリストレポートは書けないので、消費者にどう評価されているのかという実態的な側面を見るために、いろいろな資料を使っている。マーケティング情報をチェックしたり、製品カタログなどを取り寄せたり、CSRレポートを読む人もいる。最終的な判断をするのにどのくらいそれが影響しているのかは、とてもわかりにくい部分がある。
- 財務情報を中心に、その周辺の情報で企業の実態をどこまで把握できるのか。会社がこの製品が売れているとか、環境性能で他社製品との優位性を主張している場合、本当かどうかを、状況に応じて店頭や雑誌、口コミサイトなどで確認するなど、裏づけをある程度取ることもある。報道番組で取り上げられると話題に上り、それがよいということになる。そういうことに熱心な人にとっては、非財務情報は必要だが、そこまでの関連をどの程度感じているかは疑問である。基本的には財務情報の裏づけとなるような情報を活用するのではないかと。
- 企業の評価をする場合に、過去に不祥事を起こした企業であれば、そのことを開示しているか、環境問題のある業種では、それに関する情報を開示しているか、などという見方をする。企業ごとに開示が必要な項目を挙げていき、それぞれの開示項目について評価していく必要があるため、標準的なマトリックスを作成して点数化するのは不可能である。
- 意識としては、本業につながる CSR が大前提にある。非財務情報の活用の仕方としても、本業が社会にどうつながるのか、ということ意識するようにしている。本業の整理については、事業革新の実現、企業ブランドの向上、人材マネジメントの強化、コスト管理・削減、リスク管理の強化、の5つのカテゴリでチェックしている。どこのカテゴリにどうつながってくるのか、業績の変化具合はどうか、などトータルで考えている。今の企業は、ある程度 CSR にも取り組んでいて、さらに発展するために海外に進出したりする。仮に海外で攻めていくとなると、欧州でものを売る場合 RoHS 対応もしなくては行けないとか、いろいろ対応しなければならない。また、今の事業の延長領域で

社会の課題に対応していく方向で拡大していくこともある。

- 非財務情報について、網羅的には把握しておらず、財務情報のように DB として持っているかという点、そこまでの意識はない。横比較や時系列での比較ができるほどの蓄積はしていないのが現状だ。それをやろうとするのが SRI ファンド、SRI のリサーチャーだと思う。なるべく定性的なものだけではなくて、データ化して DB として蓄積していきたいと思っている。

Q7. 非財務情報の標準化等について、どのように思われますか。

➤ 投資家等にとって有用な非財務情報の標準化が必要である。



■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 非財務情報が重要だという意見は世界中で出ている。非財務情報の中でも制度化すべきものと自主的なものとの議論が必要である。

■ 「やや同意する」との回答に関するコメント

- ・ 非財務情報も、数値化できるところはどんどん数値化していった方が、比較可能性という面でもわかりやすいというベースの認識はある。その上でさらに競争にも勝ち、顧客にもいいリターンを出さなくてはいけないとなると、感覚的な部分もフルに使いながらということになる。

- ・ 標準化できればいいとは思いますが、非現実的ではないかと思う。

■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ 企業評価を行う際に、多くの情報に基づく方がより正確な評価が行える可能性がある一方で、過度に評価項目が多過ぎることによる株価の変動も懸念される。非財務情報が企業評価に影響を与えるということを立証するのは困難であるし、重要な非財務情報は、企業の業種や歴史によっても異なるため、開示する非財務情報の選択は、基本的には個別の企業に任せるのが良い。標準化は困難と考えるが、標準化する場合には最低限のもののみにするべきであり、ガイドラインづくりを行政に任せるかどうかは、慎重に検討すべきである。むしろ、有用な情報は有価証券報告書や任意の報告書で出せばよい。日本の企業は、開示の水準としては現状でもある程度を満たしていると考えている。

■ その他のコメント：標準化の方法

- ・ 非財務情報としてどのような項目を挙げるのか、その挙げた項目の開示の仕方を標準

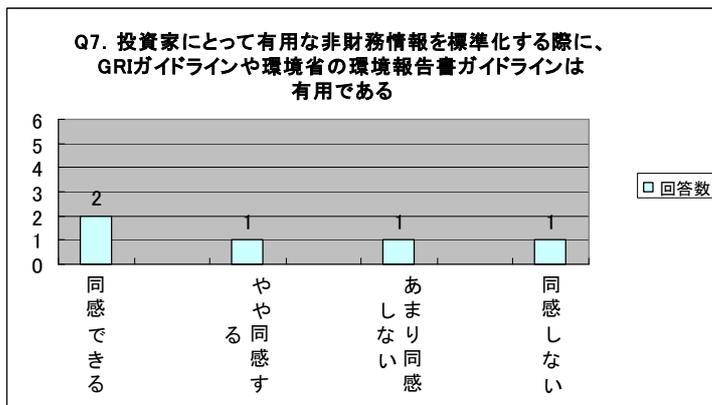
化するのか、という 2 段階がある。投資家が使うような情報にするためには、横断評価ができるようにしないとイケない。

- 制度化にはいくつかレベルがある。企業全体にかけるものと業界にかけるものがあるかもしれない。
- 仮に基準を違反したら、罰則なり何かあるということになると、一律に、横も見ながら開示すると思う。運営も含めて足並みがそろってくると、規格化の意味も出てくると思う。

■その他のコメント：標準化する項目について

- 標準化に関しては情報の性質に依存する。つまり、定性的な情報は、標準化は難しいが、定量情報は標準化した方がよいケースがある。CO2 排出量などは標準化されている方が評価に役立つと思われる。一律な標準化は難しいので、特に重要な定量情報については標準化し、有価証券報告書に掲載するよう、制度化すべきである。また、現在ある事業等のリスク、ガバナンスなどについてのより詳細のガイドラインを入れるなども必要である。
- 全業種に関係のあること、GHG などについては、標準化してもいいと思う。環境に関しては ISO14001 もある訳だし、標準化されてきているからいいのではないか。
- 全ての企業が国内でしか製造していない場合には、各社間で細かい項目の比較も可能かもしれないが、実際問題としては、欧州で物を造っていたり、アメリカで物を造っていたり、中国で造った物をアメリカに輸出していたりと、複雑に入り組んでいる。また、規模が大きい会社と小さい会社とでは、同じ数値でも最終的に業績に与えるインパクトは違ってくる。工場レベルではいろいろ測定はしていると思うが、CSR という全社的なという切り口で見た場合に、海外やグループ会社への展開状況など、会社によってレベル感や地理的な特性などはまちまちだ。したがって、環境パフォーマンスの会社間の比較はやりにくい。

- 投資家にとって有用な非財務情報を標準化する際に、GRI ガイドラインや環境省の環境報告書ガイドラインは有用である。



■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 他にないので、とりあえずガイドラインを使うのはいいのではないか。

■ 「あまり同感しない」との回答に関するコメント

- ・ CSR 報告書のガイドラインは GRI ガイドラインなどを参考にしつつ、独自のガイドラインをつくる必要があろう。
- ・ G3 はデファクト・スタンダードになりつつあるが、ボランティアなので比較できない。世界的な基準にすべきものとは別である。産業別も検討の余地がある。

■ その他のコメント

- ・ ガイドライン作成の参考となる資料としては、日本では、経済産業省の知的財産のガイドラインなどは参考になるが、トータルな企業価値は ESG だけでなく、金額計算しにくいものがある。そこまで広く含めたものは日本には無い。海外では、イノベスト社¹⁰で行っている格付などのトータルな企業評価¹¹や、コーポレートレピュテーション指数¹²が参考になる。様々な試みがなされている。例えば、レピュテーション・インスティテュート¹³が行っている。フィナンシャルタイムズでも開示されており、ヨーロッパではかなり広がっている。ステークホルダーごとにまとめた「100 の企業市民」¹⁴という、雑誌で紹介している評価もある。雑誌・新聞ではたくさんある。

¹⁰ イノベスト社(Innovest Strategic Value Advisors) : SRI (社会的責任投資) 調査機関の 1 つ

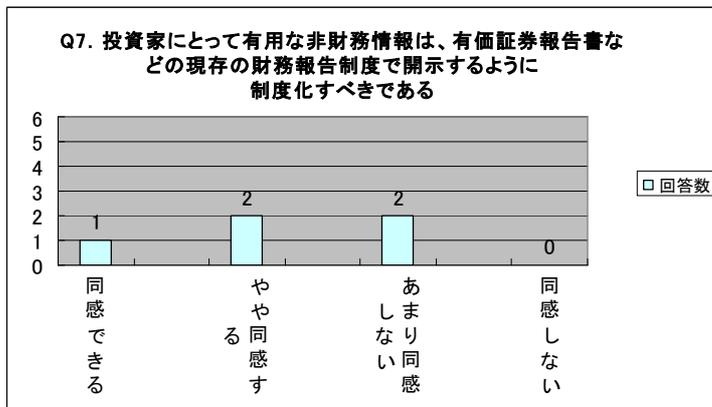
¹¹ 企業評価例 http://www.innovestgroup.com/images/pdf/basf_ag_innovest_profile_april_2006.pdf

¹² コーポレート・レピュテーション指数 : 企業の評判や名声について指数化して表したもの

¹³ <http://www.reputationinstitute.com/main/home.php>

¹⁴ Business Ethics Magazine '100 Best Corporate Citizens', http://www.thecro.com/?q=be_100best

- 投資家にとって有用な非財務情報は、有価証券報告書などの現存の財務報告制度で開示するように制度化すべきである



■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 何が有用かについて判断するかが難しい。会社がリスクだと思うものについては、開示するようにということだと思うが、会社がどう思うかというところが重要だ。

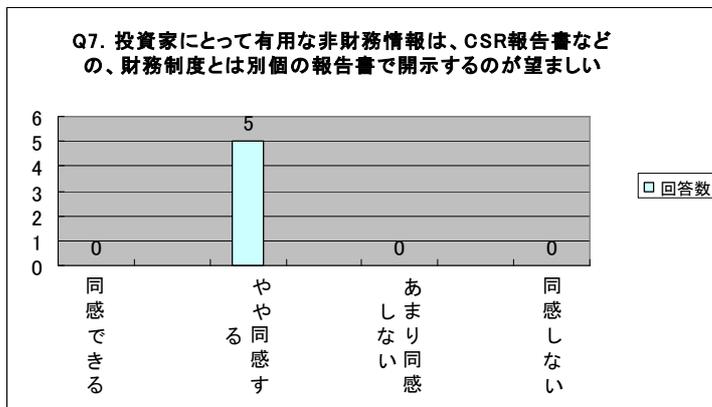
■ 「やや同意する」との回答に関するコメント

- ・ 有価証券報告書に載せる非財務情報ということであれば、ある程度やり方はあるのではないかと考えている。フォーマットも業種によって違いがあると思うので、画一的に統一するのではなく、33業種ごとに基準を作らなければならないと考えている。

■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ KPI については、欧州で財務諸表に出ている情報ぐらいは、義務化して出さなければならぬと思う。

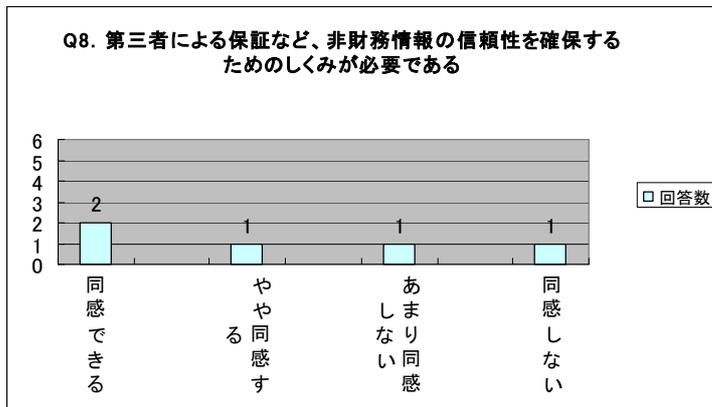
- 投資家にとって有用な非財務情報は、CSR 報告書などの、財務制度とは別個の報告書で開示するのが望ましい。



■ 「やや同意する」との回答に関するコメント

- ・ 別個に詳細に開示するのは、良いのではないか。財務情報と全く別立てではなく、ある程度必要なものは財務情報のところに両立てにして、詳細はきちんと CSR 報告書に開示する形がよい。環境配慮促進法は義務化していないが、そのような情報を義務化すると、すべての会社にコストがかかるし、反対意見が多いだろう。最低必要なものは開示して、それ以外は、CSR 報告書とかフリーハンドで自由が利く方がいい。
- ・ 非財務情報を総合的に報告するのは CSR 報告書である。自主的な開示という部分でストーリーとして表し、重要な部分は有価証券報告書にも載せることが必要なのではないか。
- ・ 全体としての統一性を持って、基本はアニュアルレポートで全体的な部分の説明を行い、詳しい環境・社会性情報に関しては CSR 報告書と、切り分けをするのが良い（有価証券報告書に書く場合記載内容が法律で定められるため、イギリスの OFR のように金融庁や証券取引所レベルで完全に法制化されたガイドラインを作ることになってしまう）。
情報の公開については、報告書以外のメディアをどう活用するかという課題もある。どういったメディアにどういう情報を出すかという問題と裏腹である。
- ・ 役割は別だが、会社の規模によっては、2 つ出せないところは統合しても良いのでは。

Q8. 非財務情報の保証について、どのように思われますか。



■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 信頼性確保は重要だが、どう保証するかという、比較性、客観性は重要だ。ガバナンス一つを取ってみても、その会社にとって欧米型がいいのか、日本型がいいのかなどということで議論が尽きない。形について確認するのはいいかもしれないが、どちらがいいということ言うのは難しいのではないかな。

■ 「やや同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 非財務情報についての保証は、必要と考えている。ただ、保証できるものとできないものがある。社内を引き締める目的でなく、外部に対しての目的を持って行う場合、保証を活用する人に保証の理解を深めるための努力が必要である。今まで財務情報は一定知識を持ったプロが対象であった。環境報告書は読者がプロではない。監査法人系の保証は、自分の論理で書いているため、誰も意味がわからない。読者が違うので、考え方を変えないといけない。直接金融を強化しようとする場合、財務情報のように金融機関と投資家が同じ情報レベルという前提は通じない。アカウンタビリティ目的で一定知識を前提としているアニュアルレポートと、環境報告書とは異なるため、KPIがアニュアルレポートに入っても良いが、他については説明が必要である。

■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ 将来的には、多くの情報が出てくるようになるだろうが、今の段階では、保証者の質もわからないので、それほど信頼感を得られない場合もあるだろう。

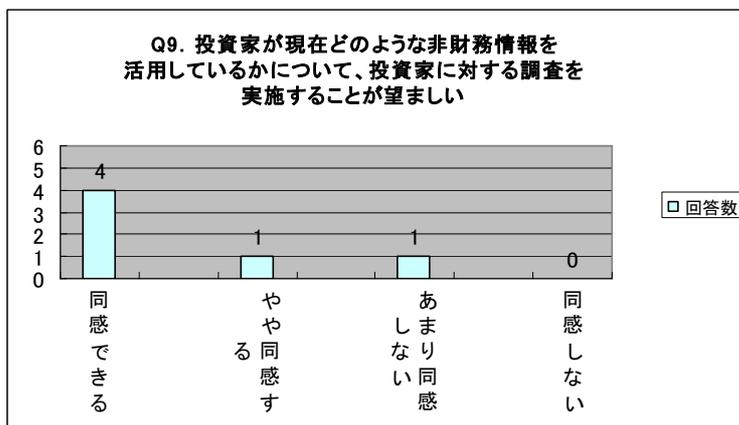
■ 「同意しない」との回答に関するコメント

- ・ 非財務情報の第三者保証も、特許など、ものによっては有用かもしれない。
- ・ 算出・開示基準などがある定量情報については、保証すべきである。一方、定性情報の保証は、保証になっているのか疑問があり、意味がないのではないかな。しかし、アカウンタビリティ社 CEO のサイモン・ザテック氏の講演を聞き、マテリアリティに関する保証は、本当にそれができるならば、意義があるかもしれないと思う。

Part2. 「投資家等にとって有用な非財務情報」を調査する方法に関する質問

Q9. 投資家にとって有用な非財務情報の調査について

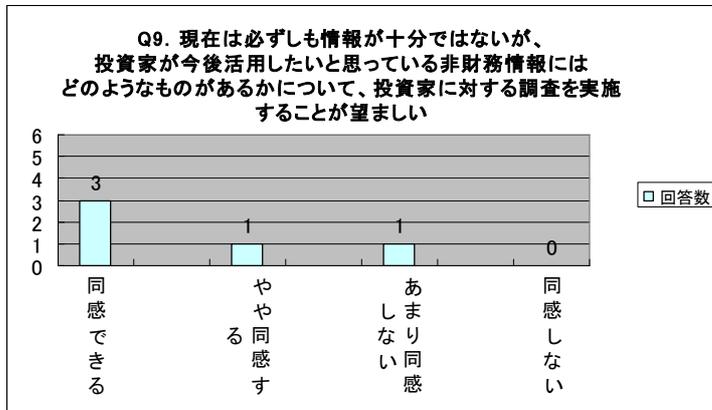
- 投資家が現在どのような非財務情報を活用しているかについて、投資家に対する調査を実施することが望ましい。



■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ 皆（非財務情報を）使っていないので、こうしたことを調査しても無駄ではないか。ただ、アナリストやファンドマネージャーなどを集めて、評価プロセスや投資プロセスをどういう手続きでやっているかについて、財務データと企業の製品関連情報を出して、Q5の資料などがどのぐらい使えるかを、実際にロールプレイングのようにやってみたらどうか。アナリストとかファンドマネージャーが持っている IR 系の情報に付け加えて、CSR 報告書をどう思うかという調査をやったら面白いかもしれない。例えば自動車業界のアナリストのところに、各自動車会社の CSR レポートなどを持っていて、こういう情報を見て従来の評価と判断が変わるのかどうなのかと、具体的にいくつかの業種で聞いてみたらいいのではないかな。

- 現在は必ずしも情報が十分ではないが、投資家が今後活用したいと思っている非財務情報にはどのようなものがあるかについて、投資家に対する調査を実施することが望ましい。



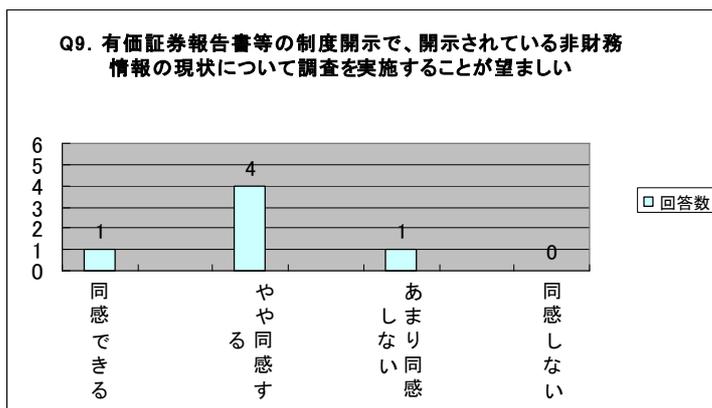
■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ 認識の薄いところに聞いてもあまり回答が出てこないため、意味が薄い。

■ その他のコメント

- ・ アナリストやファンドマネージャーに具体的に CSR レポートを見せて、非財務情報の活用について具体的に尋ねるような形で調査すると、こういったものも出てくるのではないかと。

- 有価証券報告書等の制度開示で、開示されている非財務情報の現状について調査を実施することが望ましい。

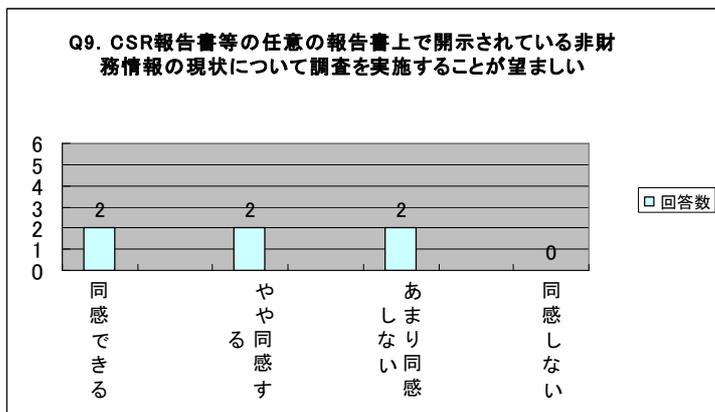


■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ これらの調査を実施した結果を、何に用いるのか疑問に思う。CSR 報告書は自由度が高く、企業の恣意性がある。有価証券報告書や CSR 報告書を調査しても、その結果は、今のトレンドを見るに過ぎない。ただ、業種別にどのような非財務情報を出しているかを調査して統計的にまとめることにより、企業が自己評価としてどのような非財務情

報が業績に影響すると考えているかを抽出できる可能性はある。

- CSR 報告書等の任意の報告書上で開示されている非財務情報の現状について調査を実施することが望ましい。



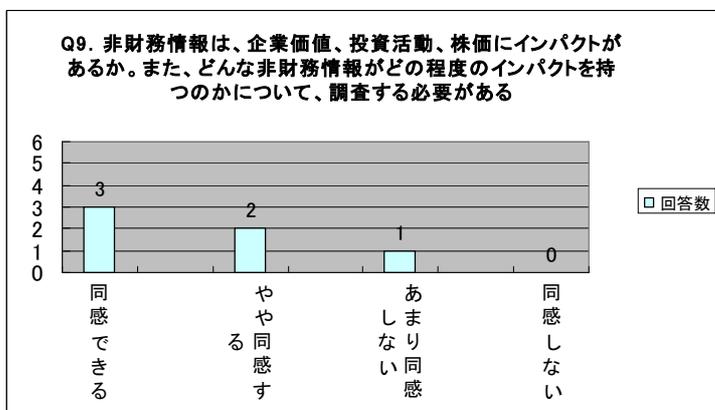
■ 「同意できる」との回答に関するコメント

- ・ 経年で調査を実施すると面白いと考える。報告書作成支援会社でも同様の調査を実施している。

■ 「あまり同意しない」との回答に関するコメント

- ・ この調査の結果と実際の CSR 報告書の両方を見せて、現在こういう情報が開示されているが、使っているか？どうしたら使えると思うか？ということ、投資家に聞いてみるのがいいと思う。

- 非財務情報は、企業価値、投資活動、株価にインパクトがあるか。また、どんな非財務情報がどの程度のインパクトを持つのかについて、調査する必要がある。



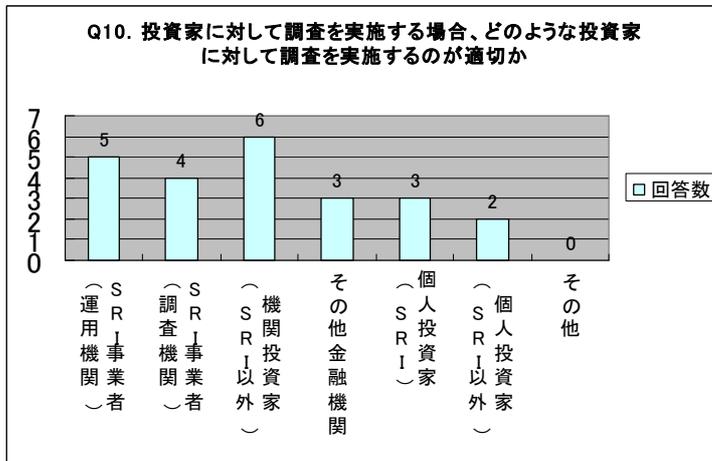
■「同感できる」との回答に関するコメント

- ・ マテリアリティの調査は必要である。これは調査というより研究である。
- ・ 企業価値、投資活動、株価に対して、どの非財務情報がどの程度のインパクトがあるかについては、計量分析として調査するという選択肢もあるかもしれないが、率直に言って難しいのではないか。非財務情報よりも影響の大きい要因がたくさんあるからである。
- ・ GHGはCDP（Carbon Disclosure Project）など、投資家側にニーズがある。実際に企業価値にインパクトがあることを証明しようとするよりも、投資家にニーズがあるということが重要なのではないか。
- ・ **Enhanced Business Reporting** に関するワークショップで出た意見が、情報を開示することで企業価値に悪影響を与えてしまうことがあるという可能性である。例えば、競合他社に研究開発の投資規模を知られてしまうのはリスクであり、情報開示にも難しい部分がある。

■「やや同感する」との回答に関するコメント

- ・ 調査の必要性にはやや同感するが、どう調査するかが問題である。
- ・ 同じ財務情報でも、機関投資家と格付機関が得ている情報は違う。例えば、格付け機関の人は、年金制度・人員構成等の細かいことまで聞ける立場にある。非財務情報も際限がないので、どんな調査をしたらいいかは、幅広く聞いた方がいい。

Q10. 投資家に対して調査を実施する場合、どのような投資家に対して、調査を実施するのが適切でしょうか。



■ 「SRI事業者」との回答に関するコメント

- 企業評価に関する質問は、プロで運用している人に聞くのはいいと思う。個人投資家が入ってくるとわからなくなってくる。個人投資家は企業評価するとき、財務情報をどこまで見ることができるかということもあるし、財務情報だけではなく、チャートで買うとか、他の人がいいと言ったから買うとか、(財務情報以外の情報による評価が) 無数にある。

- 運用機関、調査機関には聞かなければいけないだろう。個人投資家は次元が違う。機関投資家では、ファンドマネージャーとアナリストではやるのが違うので、その両方に聞いた方がいい。アナリストは、ファンドマネージャーに買ってもらうために情報を提供する立場なので、お勧めするだけで、買うか売るかの判断は自分ではしない。それに対してファンドマネージャーは、お勧めの売込みを聞いて自分で判断して、売るとか買うとかを決める立場である。両者は全然立場が違うので、結果も全く違ってくると思う。イギリスなどのアンケートでは、ファンドマネージャー何人に聞いた、アナリスト何人に聞いたとなっている。

ファンドマネージャーは最終的に自分の判断なので、理屈ではどうかなと思っても、他者に説明できないが勘で買うという部分もある。それだけファンドマネージャーの方が、意識せずに非財務的要素を評価しているのかもしれない。目先の数字ではA社の方が良く見えるが、雰囲気や、なんとなくB社の方が伸びそうだなという感覚と、出ている数字を組み合わせ、実際買ってみると、最初はA社が良かったけど後からやはりB社が伸びてきた、という場合もある。一方、アナリストは他人に説明しなくてはならないので、勘では勧められないし、より客観的データがたくさん必要である。

- 調査する場合は、代表的な業種を3-4つ、BtoBの資本財のところと、BtoCの消費財（自動車・家電・日用雑貨品・食品等）で、ファンドマネージャーやアナリストに聞くとよいのではないか。アナリストは基本的に業種ごとになっているので、各業種最低2名ぐらいは聞くといいのではないか。ファンドマネージャーは、アナリストから情報を聞いて、自分でポートフォリオを全部見ているので、特定の業種はない。いろんなファンドタイプの投資があるので、ファンドマネージャーの場合は、日本株に特化した人で、ボトムアップで企業価値を評価しているような、基本的にファンダメンタル分析をして、長期のバリュー投資をしている人を対象にするのが良い。金融工学を駆使して短期的に売買している人や、インデックスファンドを運用している人は調査対象として適切ではない。

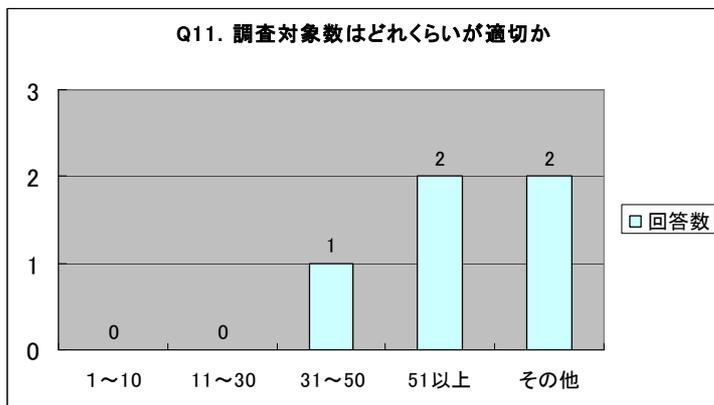
ファンドマネージャーでは、SRI型の投信をやっている人も、そういうことを全く考えない普通の投資をやっている人も、両方含めて何人かに聞くべきだ。SRI型の運用をやっているファンドマネージャーは、投資のやり方を今までとは変えているはずなので、そういう人に3、4人聞くとよい。

- 調査対象として、アナリストの意見が参考になるのではないか。
- 企業価値を評価するのは投資家であるので、評価に関する調査は投資家に対して行うべきである。SRIファンドはバイアスがかかっている可能性がある。対比としてSRIファンドとSRIファンド以外とに投資家層を分けて行うのも良いかもしれないが、母集団が違いすぎるので対比にならないかもしれない。

機関投資家（SRI以外）としては、ファンドマネージャーとバイサイドアナリストに聞くとよい。投資顧問会社にはファンドマネージャーとアナリストのどちらもがおり、どちらの意見が強いかは投資顧問会社により異なるので、両方に対して聞かないといけない。

年金など資金を拠出しているところは、通常、全て投資顧問会社に任せているため、聞く必要はないだろう。株を売り買いしている人に聞く方が効率も良いだろう。ただ、1日に何百もの取引を扱う投資家は、個々の小さなファクターを考慮できないため、非財務情報以外のファクターの方が大きいという回答が返ってくるのが予想される。小さなファクターを考慮できないため、SRIファンドもはじめにスクリーニングをするのだと思われる。

Q11. 調査対象数はどれくらいが適切と思われますか。



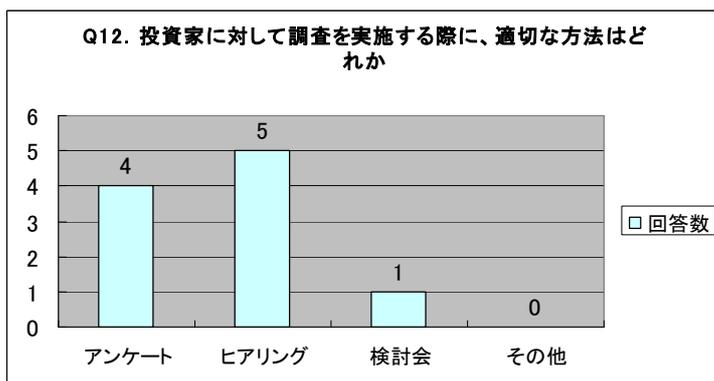
■ 「31~50」との回答に関するコメント

- ・ 数を絞って深く突っ込んだヒアリングなどを行う必要があると思う。

■ 「51以上」との回答に関するコメント

- ・ 基本的には CSR は新しい取り組みなのであり、いろいろなステークホルダーがいるので、金融機関以外の一般の消費者などにも、幅広く聞いた方がよいのではないかと思う。サンプル数も多い方がいい。同じ機関投資家でもやっていることが違ったり、見ているところが違うので、いくつかの機関投資家に聞いた方がいい。

Q12. 投資家に対して調査を実施する際に、適切な方法についてお伺いします。

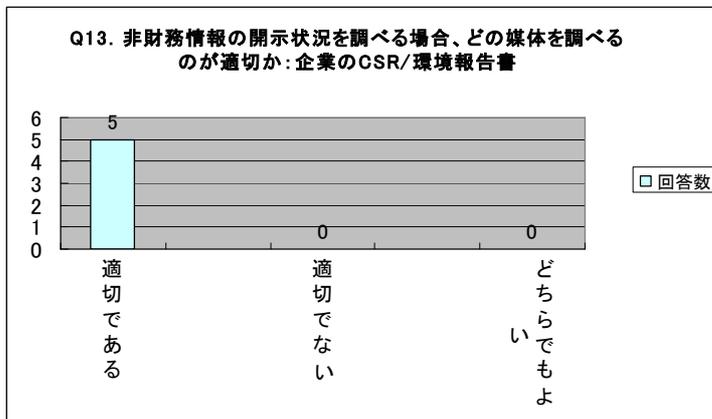
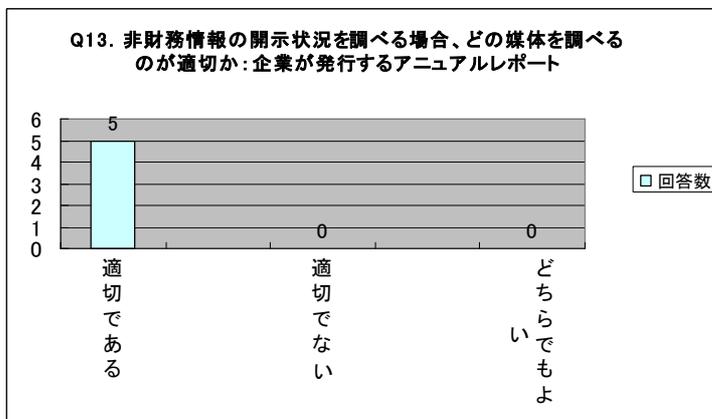
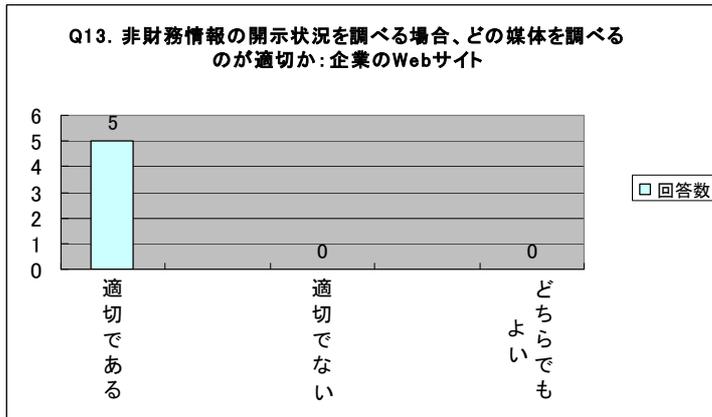


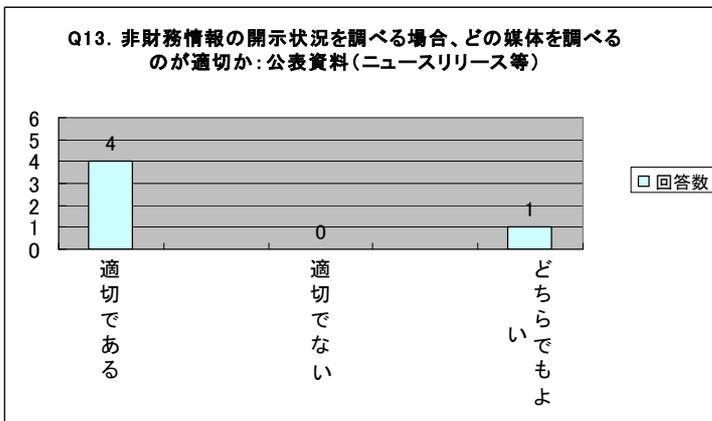
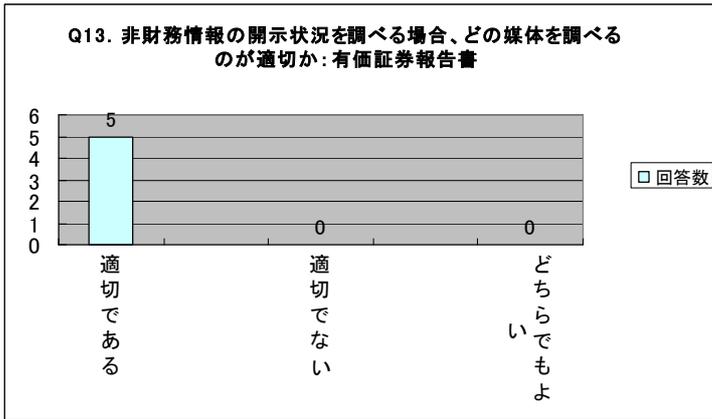
■ 回答へのコメント

- ・ アンケート+サンプルヒアリング。検討会はあまり賛成できない。
- ・ アンケートでは、伝えられない部分がある。ヒアリングの方が、深く調査対象の真意が、調査している方に伝わるので、ヒアリングの方がいいのではないかと思う。

- 数を絞って深く突っ込んだヒアリングなどを行う必要があると思う。アンケートでは、質問の趣旨が伝わらず、安易に回答する場合もあり、本当の意見を抽出できない可能性がある。

Q13. 非財務情報の開示状況を調べる場合、どの媒体を調べるのが適切でしょうか。

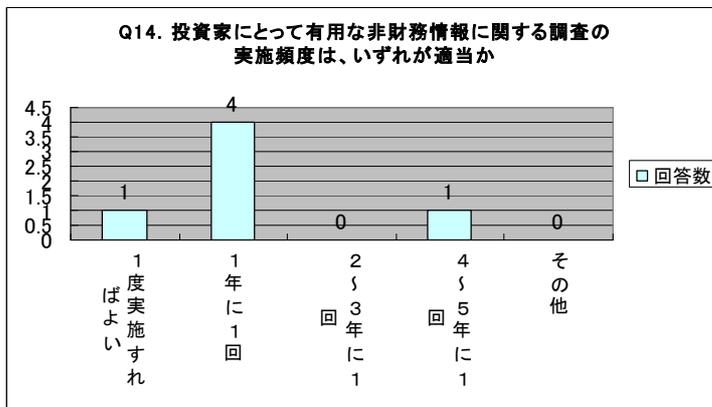




■その他のコメント

- ・ 製品情報(物によって)、公表資料であるグリーン購入ネットワークからの格付などを見ている。

Q14. 投資家にとって有用な非財務情報に関する調査の実施頻度は、いずれが適当でしょうか。



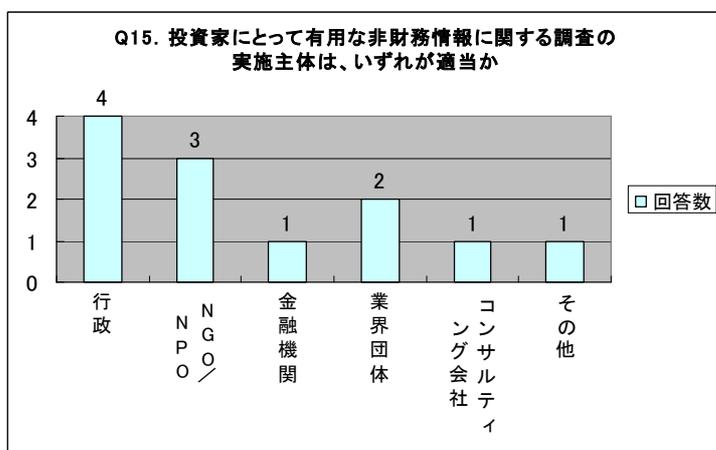
■「1年に一回」との回答についてのコメント

- ・ 最近は投資家の選好が大変早く変化するので、できれば毎年1回、少なくとも2〜3年に一度、調査をするのがよい。
- ・ 基本は1年に1回程度でよいが、毎年フォローアップする必要がある。投資家向けの財務情報は、4半期ごとに、また状況に応じて開示されているが、年次が重要だ。また、CSRへの取り組みも年度ごとに取りまとめて開示されているので、年に1回は新しい情報で調査するのがよい。

■その他のコメント

- ・ 純粋に「投資家にとって有用な非財務情報とは？」についての調査をするならば、毎年調査する必要はないのではないかと。定期的に、2〜3年に1回か、4〜5年に1回がよい。

Q15. 投資家にとって有用な非財務情報に関する調査の実施主体は、いずれが適当でしょうか（複数回答）。



■回答に関するコメント

- 誰が調査してもいいのではないか。金融庁からの調査だとしたら回答率も上がるだろう。コンサルティング会社や NGO/NPO は、調査に協力してもらえるかという点でどうか。金融機関が調査するのは、他社動向になるから厳しいだろう。省庁からの委託調査で、コンサルティング会社が行うという形が現実的だろう。本当は業界団体でもいいだろうが、業界団体を動かすのは大変かもしれない。証券業協会や公認会計士協会から、重要な調査だからと依頼されたら、前向きに協力してもらえと思う。前向きに協力してもらえるかどうかによって、結果が全然違ってくる。
- 日本であれば行政、欧米なら NGO/NPO が実施するのが良い。
- 環境と金融がテーマであるならば金融庁と合同で行うべきだ。金融機関は金融庁が動けばみんな協力する。

Q16. その他、投資家にとって有用な非財務情報の調査とその方法全般についてのご意見がありましたら、以下に自由に記載してください。

■ 調査の目的と主体について

- ・ 環境省の今回の調査の意図を踏まえた考え方としては、純粋に「投資家にとって有用な非財務情報とは？」についての調査をするならば、それは環境省というより、金融庁がやるべき仕事ではないか。さまざまな人が類似の研究を行い、議論が深まることで、社会の知見が広まっていくと思われる。

- ・ SRI をどのように捉えるかによって、非財務情報の調査の結論を最終的にどこに持っていくのか、ということは変わってくるだろう。

SRI の捉え方には、大きく分けて、以下の 2 種類が考えられる。

ひとつは、SRI を投資のスタイルの一種であるとして扱うものである。投資の世界では、多くの銘柄の中から投資先を決定する方法によって、「成長株投資」「割安株投資」「インデックス」といった投資のスタイルがある。SRI ファンドは、通常よりリスクが少なく、高いパフォーマンスが得られるだろうと期待して、経済的合理性の観点から 1 つのスタイルとしての SRI ファンドの意義を説明することができる。この場合は、企業価値と関わりがある可能性がある。

もうひとつは、株式を市民経済の象徴と捉え、投資とは切り離して、純粋な社会貢献を目指すものである。例えば、環境保全を支援するための資金援助を行うファンドを構築することが考えられる。この場合は、投資をして利益を獲得することのみを目的とするものではないので、企業価値や資本市場理論とは切り離して考えることが可能である。SRI ファンドをビジネスと捉えると差別化する必要があり、パフォーマンスで評価しようということになるが、パフォーマンスではなく、どのようなところでどれだけ社会に貢献しているか、などの観点だけに割り切って考えた方が、本来の SRI の趣旨に沿うのではないか。

- ・ 行政が世の中の底上げをして、大きなお金の流れを作っていくということであれば、このような調査では難しいのではないか。結局、欧州でも CSR が普及したのは規制がきっかけになった。そういうことでもなければ、企業側も余計なリスクは取りたくない。お上でしかできないような、政策提言をしてもらえるとよい。

■ 環境省としての調査について：

- 環境情報の有価証券報告書への記載を推進することが目的ならば、環境関連の情報を開示した方が、企業価値を適切に評価できるということを提示すべきである。そのためには、調査の仕方を限定して、特定の環境情報がある場合とない場合で判断がどう違うか、その結果としての投資パフォーマンスがどう違うかという調査をしてみてもどうか。例えば自動車会社に投資する際に、製品の環境性能に配慮して投資するのは当たり前だが、実際にどのくらい正しい評価がなされているのか。他の業種でも土壌汚染、EUの規制などを考慮するかどうかで、投資意思決定がどう変わるのか、という調査は可能性的にはある。環境情報はこんなに使えるということを示すための調査として行うことができる。現状はアナリストの情報や環境報告書で出しているが、本当に投資意思決定にとって有用ならば、有価証券報告書に記載すべきと主張できるのではないか。
- この調査で何を言いたいのかということは、なかなか難しいのではないかと。それよりは、海外のSRIファンドやインデックスに日本株がどのくらい入っているか、それらが日本企業をどういうポイントで買っているのか、という調査をするとよい。外国人投資家の日本企業への投資比率は2-3割だ。外国人全部がそうだとということではないが、約3人に1人の投資家は、日本企業をこういう観点で見ているということ、日本市場はそういう形で動く必要があるということを見せて、協力を求めるほうが、いきなり非財務情報というよりは説得力がある。その方が日本の経営者に対しても影響があると思う。環境省でそういう調査をやって、きちっとしたデータを出してくれれば、とてもいいと思う。この（投資家等に有用な非財務情報の）調査も良いが、どちらかというところそちらの調査をやってほしい。
- 環境省としてやらなくてはいけないのが、エコファンドの環境機能はどうかという調査だ。エコファンドは本当に環境にいいのかという疑問がある。具体的にエコファンドなどに組入れられている会社や、環境マネジメントで評価された会社について、そのCO2排出量は実際にはどうなっているのか、マクロデータなどについての調査を行うべきだ。環境省は、グリーン購入で再生紙を買ったら木材何本分の節約になるというような情報を、グリーン購入のHPに出している。それに近い形で、こういう銘柄に投資した場合とそうでない場合のCO2の排出量はこう違う、というような情報が出ると面白い。かけ声はわかるけど、環境的に結果はどうかということだ。この会社がSRIに入っているのだったら環境にいい訳ではないのか、という疑問にも反論できるような資料を揃えるのは、環境省がやるべきことだ。SRIの運用をしているようなところ以外の機関投資家にも、環境負荷が減るということをアピールしたい訳なので、エコで評価してこれだけCO2が減っていると見せられると良い。SRIと名前がついたお金が増えることが目的ではなくて、それで環境負荷が減ることが目的な

ので、ぜひそれをやっていただきたい。

- 環境配慮促進のための SRI 検討会等調査に関する一連の事業については、環境省がどう取り組んでいくつもりなのかよくわからない。関係省庁とも協力しながら、大きな方針をもって調査していく必要があるのではないか。ただ、報告書ができて色々発言が出てくると、少しずつでも世の中が変わるのではないかとは思っている。

■ ガイドラインの必要性について

- 企業の取り組みは、この数年でゆっくりとだが取り組みが進んでおり、少しずつ理念論より先に進んでいるとは感じる。しかしまだ市場で企業価値として組み込むところまでは行っていない。企業は市場で評価がされるようになれば取り組みを行う。市場での ESG に関する非財務情報による企業評価が行われるためには、市民社会の意識の成熟を待つだけでなく、いいところ取りでない非財務情報をしっかりと出すということを政策的に進めていく必要がある。各社から今のところ出されている非財務情報はばらばらであり、ガイドラインがあればより比較可能性が確保されるであろう。従って、ガイドラインの必要性を感じる。政策が加わると、取り組みが加速していくと思われる。調査を実施するかどうかも、こうしたことを強調したい。

ガイドラインの作成は、実現可能性から考えて、民間でもノウハウが蓄積されてきているので、省庁ではなく、民間で行っても良いと思う。日本全体で、製作会社、監査法人系、印刷会社、コンサルティング会社のような民間会社が基礎研究を共同で行い、共通したルールとして理想としてのガイドラインを作れば良い。国が音頭をとれば影響力が全く違うが、民間組織が多く集まることでも大きな影響力を持つことはできる。環境だけでなく CSR であると各社のノウハウの問題も多く困難だろうが、ノウハウ全てを出さなければいけないというわけではなく、各社で蓄積されてきたノウハウの中で、ある程度こうあるべきというところを集約することができるのではないか。

■ 投資家（株式市場）の非財務情報による企業評価の現状

- ・ 投資家層が投資を行うとき扱う情報は財務情報が中心になるが、そこに環境（E）・社会（S）さらにガバナンス（G）に関する非財務情報がどれだけ入りうるかが問題になる。基本的には市場が企業の CSR 活動を評価しないのであれば、企業は CSR 活動を行わないし、行えないのである。

① 市場の CSR 活動への評価の変化

- 70年代の CSR のブームと今のブームの違いは、市場で CSR 活動の評価がされ始めたことにある。70年代は、批判・ボイコット運動などのネガティブな評価（アメリカの反戦運動、公民権運動、企業内でも差別をなくす運動、武器を作らないなど）が中心であったが、90年代以降は、ポジティブな評価も行われるようになってきた。
- 90年代以降、ただ企業を批判するだけではなく、きちんとした調査・分析をし、情報提供などの活動を行う NGO が台頭し、それをサポートする人々がでてきた。金融機関もチェックされ、環境破壊や人権侵害につながるプロジェクトに投資することは許されない。環境・社会への配慮が求められ、倫理的な批判などが市場で問われるようになってきた。以上のように世界的には、ESG を評価に入れざるを得ない状況がある。
- 市場の評価の変化を受けて、企業の CSR 活動も変化している。欧米の IT や自動車メーカーなどでは、すでに調達の基準に労働、人権、コンプライアンス、環境なども入った CSR 調達を始めている。これは単にボイコットがあるためだけではなく、まさに市場の中でポジティブな評価が行われる流れになってきたことが背景としてある。

② 日本の市場における非財務情報による企業評価の現状

- 現状では、日本では非財務情報を出しても見る人が少ない。ファンドマネージャーも短期的な発想が強く、ほとんど見ていない。ただし、ネガティブな非財務情報は日本でも株価の変動に影響する。例えば不祥事を行った企業の株価が下落するのは明確であり、行政指導やマスメディアからの批判も受け、一度不祥事を起こすと以前と同じ形で存続することができなくなっている。従ってこうしたネガティブな情報はファンドマネージャーも配慮する。しかし、ポジティブな情報は配慮しておらず、プラスに作用する状況にはなっていない。
- 欧米では市民運動や ESG の価値観、制度の規制があり、人権配慮などの行動をしないと厳しいボイコットや批判がくることを肌で感じる土壌があるため考慮せざるを得ないが、日本にはこうした社会的な土壌がまだほとんど無い。日本の企業の CSR 活動の状況を見ると、海外で NGO の批判・監視の目にさらされている企業と、そういう目にさらされていない国内企業とでは、意識や取り組みに差がみられる。
- 日本の機関投資家や企業年金は短期間にパフォーマンスを高めることが求められる一方、非財務情報が財務的にどのくらい影響するかよく分かっていないこともあり、積極的に取り上げられてはいない。SRI を批判する際、よく理由として挙げられる受託者責任論については、実際は特定の価値観に基づく評価としているわけではなく財務でパフォーマンスを上げるための 1 つの方法とも理解されており、受託者責任の問題

ではない。

■非財務情報と企業価値

- ・ 非財務情報を企業の価値評価に用いることについては消極的な考えを持っている。企業価値すなわち株価に影響するファクターを拡大しすぎると、いたずらに期待値（リスクプレミアム）を拡大して株価の変動率を高めるリスクがあり、それらのファクターによって評価した結果が真実から離れてしまう恐れがある。

企業価値は、下記のような計算式で考えることが出来るが、FCF に影響する部分と、WACC に影響する部分を分けて考えるべきである。また、ある程度の非財務情報は株価にすでに織り込まれていると考えている。

$$(式) \quad v = \sum \frac{FCF}{WACC-g}$$

V: 企業価値 FCF: フリーキャッシュフロー
WACC: 加重平均資本コスト、g: 成長率

たとえば、FCF に影響する部分として、高いブランド価値のある商品は、相対的にブランドを持っていることによって価格が下がりにくく、価格の下方硬直性につながるケースが高いことが、実際に観察されている。ブランドに関する非財務情報は、ブランドの低い商品に比べて利益率が高まることによって、FCF に影響すると考えられる。ところが、通常の企業価値の計算上は、ある程度ブランド価値をすでに織り込んでいるケースが多い。したがって、ここであえてブランドのみの価値を別に加えるとダブルカウントになる恐れがある。

また、別の例であるが、WACC に影響する部分として、ガバナンスの高い企業が評価されるケースがある。ある企業にリストラ計画がある場合、投資家が、リストラによって将来成長する可能性が高まると考えたとしても、ガバナンスが悪いためにそのリストラが実行できないと考えられるケースがあるだろう。一方、ガバナンスが良好な企業であれば、実現可能性が高いと判断される。この場合は、ガバナンスがリストラの実現性に影響し、良好であればリスクが減ると考えられるために、式の分母のディスカウント・レートを下げるのではないかと、という形で計算に織り込まれる。

このように、すでに投資家は、知らず知らずのうちに非財務情報を使って株価に織り込んでいると考えられる。多様な視点から企業価値を評価するのが本来の姿である。多様な視点や考え方、能力を持った投資家が評価することで、株価が形成される。投資家の能力に競争原理が働き、その中で株価が形成される方が、公平な市場が構築されると考えられる。開示を一律化してしまうことは、このような多様な視点を阻害する結果になる可能性がある。

■SRI ファンドと企業価値

- ヨーロッパにおける本来の SRI の考え方は、資金を持つ人が自ら社会貢献を目的とする事業を起こす代わりに、社会貢献を行っている企業に投資することで、間接的に社会貢献をしようとするものである。従って、投資の委託者として資金を集めて運用する投資顧問会社は、社会的な責任を負っていて、銘柄を選別するのがあるべき姿である。

日本における SRI ファンドの現状は、SRI ファンドという名目で CSR を材料に投資を募って、投資顧問会社の事業として拡大をしているので、本来の、社会貢献をしている企業に投資するという目的を見失いがちになるのではないかと。これは個人投資家の意思を反映するという、市民経済の象徴である株式の本来のお金の流れを歪める結果になるのではないかと。

過去に「ブラックファンド」という、SRI とは反対に、酒・タバコなどの会社のみを集めたファンドを作ったところ、パフォーマンスが高かったという事例がある。SRI ファンドも同様に投資のパフォーマンスを上げるために経済的合理性から設定するものとするのか、社会的責任を果たしている企業に投資するために設定するか、という問題がある。後者はリスクが少ないので儲かるだろうということになるが、地域や発展途上国に対して支援をするファンドなどは、投資と切り離して考えた方が良いのではないかと。これを企業価値に関連付けて考えるのには無理がある。企業は利益を上げる目的で存在している。従って、環境や社会に与える影響によって企業価値を評価することは、SRI ファンドの本来の趣旨からかけ離れてしまうのではないかと。

SRI ファンドが社会貢献に直結するというのは間違いで、本当に社会貢献をしたいのであれば、むしろ森林関係の投資を行うファンドなど、目的別にファンドを作り利益なしで投資(寄付)をする方が、本来の目的に合うのではないかと。

以上より、企業評価のために非財務情報の開示を求めるのは、SRI の本来の目的から離れていると考える。非財務情報の開示は、ある程度必要最低限のレベルに抑えておかないと、情報の範囲が広すぎて、企業価値との関連が分かりにくくなるのではないかと。この議論は投資のアイデアを拡大する一方で、企業の価値の評価方法をあいまいにする恐れがあるように感じる。企業が非財務情報を過度にアピールしてしまうと、市場をミスリードしてしまう恐れもあると考えている。

参考資料

【資料1】（リンク先のある資料は、リンク先より閲覧・ダウンロードできます）

■ 非財務情報の開示に関する各種ガイドライン類

1. 投資利益（＝企業価値）に影響する非財務情報（リスクおよび将来キャッシュフローに影響する情報～環境、知的財産など）の開示に関するフレームワーク、ガイドライン等

➤ アメリカにおける企業情報開示の新しいフレームワーク

Enhanced Business Reporting Consortium (AICPA, PwC 他)

“The Enhanced Business Reporting Framework” 2005.10

http://www.ebr360.org/downloads/ebr_framework_publicexposure_2005.10.pdf

非財務情報の拡充と予測情報の提供がポイント。既存の財務情報と併せて XBRL をコミュニケーション・ツールとして用いる。

➤ イギリスの OFR (Operating and Financial Review:事業及び財務報告書) に関する、イギリス ASB のステートメント

ASB (Accounting Standards Board)

“Reporting Statement: Operating and Financial Review” 2006.1

<http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/Reporting%20Statements%20FR%20web.pdf>

➤ 経済産業省の知的資産経営報告に関する開示ガイドライン
経済産業省

「知的資産経営の開示ガイドライン」2005.10

<http://www.meti.go.jp/press/20051014003/20051014003.html>

近年、資本市場における企業等の評価において、無形の「知的資産」が重視されている傾向を踏まえ、知的資産経営報告を作成する企業、及びそれを評価する者への参考指針として、公表された。

➤ CDP (Carbon Disclosure Project)

<http://www.cdproject.net/>

http://www.cdproject.net/reports_j.asp （日本語版レポート）

世界の 225 機関投資家(運用資産 31 兆米ドル)が、世界のトップ 500 企業に対し、気候変動と企業価値に関する情報開示を要求する取り組み。

2. CSR 報告書／環境報告書の作成に関わるもの

➤ GRI「サステナビリティ・リポーティング・ガイドライン第三版」
<http://www.globalreporting.org/Services/ResearchLibrary/GRIPublications/>

➤ 環境省「環境報告書ガイドライン」
<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/04-4.html>

■ 投資家としての責任ある行動全般に関する原則、ガイドライン等（企業価値に直接関する情報以外の情報も必要）

➤ 「赤道原則」2006.6改定
<http://www.equator-principles.com/principles.shtml>

総コスト1千万米ドル以上のプロジェクトファイナンスにおいて、そのプロジェクトが地域社会や自然環境に与える影響に配慮して実施されることを確認するための枠組みを示す民間金融機関共通の原則（51機関が参加）

➤ 「責任投資原則（PRI）」2006
<http://www.unpri.org/principles/japanese.html>
UNEP FI と Global Compact による国連事務総長のイニシアチブ
日本では9社が参加

➤ UNEP FI
「環境と持続可能な発展に関する金融機関声明」1997.5修正
<http://www.unepfi.org/signatories/statements/fi/>

「保険業界による環境に関するコミットメントのステートメント」
<http://www.unepfi.org/signatories/statements/ii/index.html>

※UNEP FI： UNEP と世界の金融機関とのパートナーシップ。168機関（うち日本は18機関）が署名

➤ 責任投資評価基準委員会「責任ある投資のための企業評価基準」2007
http://www.sifjapan.org/member_report.html

■ その他

- 日本公認会計士協会「有価証券報告書のCSR情報に関する予備的調査」JICPAジャーナル2006年7月号 上妻義直

- 日本公認会計士協会「経営研究調査会研究報告第27号「投資家向け情報としての環境情報開示の可能性」」2006.7
http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/main/post_307.html

- 日本公認会計士協会「経営研究調査会研究報告第28号「企業価値向上に関するKPIを中心としたCSR非財務情報項目に関する提言」」2006.7
http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/main/kpicsr.html

- 日本公認会計士協会「経営研究調査会研究報告第29号「知的資産経営情報の開示と公認会計士の役割について」」2006.7
http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/main/post_308.html