

非財務情報の企業価値

大鹿 智基 提出

博士学位申請論文審査報告書

『非財務情報の企業価値』

—統合報告において開示すべき KPI の実証的探究—

1. 本論文の主旨

本論文の目的は、株式投資家の意思決定に有用な情報という観点から、実証分析の手法を適用して、「どのような非財務情報を開示すべきか」という問いに対する答えを提示することにある。特に、非財務情報のうち、株主総会の運営に関する情報、企業の環境対策活動に関する情報、および従業員に関する情報を取り上げ、これらの情報が株式投資家にとって有用であることを示し、今後の非財務情報の開示について示唆を与えることを目指している。

1994年に公表されたAICPAのいわゆる「ジェンキンス・リポート」は、財務諸表には表れてこない情報である非財務情報の開示をすべきか、それを開示するとすればどのような手法を採るべきかに関する研究の端緒となった。その背景には、企業のビジネスモデルが変容し、企業の競争優位が実物資産以外の資産、特に貸借対照表に表示されていない資産からもたらさるようになり、従来の財務報告の枠組みにしたがって報告される財務情報、特に実物資産に関する情報のみでは、主たる情報利用者である株式投資家が企業価値を評価するために有用な情報を提供していないという批判が生まれてきたことがある。これらの批判は、企業価値や企業の将来業績に影響を与える要因が変化していることに対し、現行の財務報告の対応が不十分であることを指摘しており、会計基準の改革のみで解決することはできず、株式投資家のことのみを考えたとしても、有用な情報提供のためには開示情報の範囲を拡充することが必要であるとの主張につながった。

さらに、近年では、株式投資家の短期志向に影響を受けた経営者の行動が株式投資家以外のステークホルダーの価値を損ない、企業の中長期的視点に基づく経営活動の妨げになっているという指摘もある。そうであれば、非財務情報の開示を考える際にも、(株式投資家を含めた)様々なステークホルダーにとって、持続的発展を促すような情報が何であるかを検討する必要性が生じてくる。Freeman (1984)が提唱したといわれるステークホルダー理論では、株主のことだけではなく多様なステークホルダーのことをバランスよく考慮することが長期的な発展につながると主張している。すなわち、環境、顧客、従業員、その他多種多様なステークホルダーのうち、いずれかのステークホルダーのみが満足するような企業経営ではなく、様々なステークホルダーそれぞれにとっての価値を増大させるような企業経営が求められている。

株式市場においても、この主張と同じ方向性の投資が観察されている。短期的志向の投

資家が増える一方で、長期的に志向する投資家も増えており、CSR (Corporate Social Responsibility: 企業の社会的責任) 活動の活発な企業に投資を行おうとする社会的責任 (Socially Responsible Investment: SRI) 投資の純資産残高はこの10年間で4倍以上になった。このような投資をさらに促進するためには、各企業において、様々なステークホルダーにバランスよく配慮した経営が行われているか否かについて、投資家に正しく伝達されるような情報開示が必要である。投資家以外のステークホルダーが企業に対して長期的にコミットするためにも、それらのステークホルダーに対してバランスの良い配慮がなされているという様子が開示される必要がある。特に、非財務情報を個別に開示するのではなく、企業価値との関連性を含めて開示することが情報利用者にとっての有用な情報の必要条件である、ということになる。これらの情報は、現行の財務諸表には含まれていないため、非財務情報の開示が必要となる。

以上の考察に基づいて、本論文では開示すべき具体的な非財務情報について探究するために、国際統合報告評議会が検討を進めている国際統合報告フレームワークを検討対象とする。そのフレームワーク (IR フレームワーク、IIRC 2013) では、開示内容として、株式投資家および債権者を中心とする財務資本提供者にとっての価値である「組織に対する価値」の評価に資する情報と、財務資本提供者以外のステークホルダーにとっての価値である「他者に対する価値」の評価に資する情報に分けた上で、企業による長期的な価値創造の様子を情報利用者へ伝達するために必要な情報開示のあり方を議論しており (IIRC 2013、par. 2. 4)、これまでの検討結果から導かれる非財務情報の開示の方針に類似すると判断した。しかし、IR フレームワークでは、開示項目と企業価値との結びつきを示すことが求められているものの、原則主義を標榜し、具体的な開示項目を提案しているわけではない。このような原則主義アプローチの下では、IIRCの想定するような情報が開示されれば情報利用者に非常に有用な情報となる一方、実務上の困難性によって、実体を伴わない開示になってしまう危険性を秘めている。現時点では、具体的な指針がないことへの不安が多く示されている。

そこで、本論文では、企業価値との結びつきのある非財務情報をどのように選択すべきか、という点について実証分析を用いて検討したのである。検討に際して、現時点においてある程度具体的な開示内容が提示されているPRIを参考に、PRIが開示すべきであると主張するESG情報というキーワードに依拠している。ESG情報がどのように株式投資家によって利用されているかについて事例研究をおこなったPRI (2013)に掲げられている、株式投資家が投資意思決定にあたり考慮しているとした項目を参考に、E (environment: 環境) として企業の環境対策活動関連の情報を、S (social: 社会) として従業員関連の情報を、G (governance: ガバナンス) として株主総会運営状況関連の情報を抽出している。なお、これら3種類の情報は、IR フレームワークにおいて列挙されている6つの資本 (財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本: IIRC 2013、Figure 2 参照) のうち、順に、自然資本、人的資本、および財務資本の状況に関する情報に対応す

ると考えられる。したがって、これら3種類の非財務情報の有用性を検証することは、IRフレームワークの下においてどのような非財務情報を開示すべきか、という議論にも資するものと考えられる。

PRIが開示すべきであると主張するESG情報とIRフレームワークにおいて列挙されている6つの資本との関係性はあまりにも複雑かつ多様であるため、本論文では、3種類の非財務情報と対象として、株主にとっての企業価値に着目した実証分析に絞られている。もちろん、企業の持続的発展のためには、株主以外のステークホルダーにとっての企業価値をも増大させることが必要ではある。しかし、株主にとっての企業価値が高いということが、その過程でその他のステークホルダーも満足させていることを含意するという立場に立てば、最終的な目標である株主にとっての企業価値との関連性において非財務情報の有用性を論じることで十分であると言える。また、株式市場が（少なくとも相当程度）効率的であることを前提とすれば、株式時価総額は将来のフロー数値（配当、キャッシュフロー、利益）の割引現在価値合計であり、かつそれが株主にとっての企業価値の近似値であるため、株式時価総額が中長期の持続的発展の程度を反映しているものと考えられる。

検証対象の一つ目は、定時株主総会に関する情報である。中長期的な価値創造を標榜する企業では、株主が経営者を信頼し、仮に短期的な利益を犠牲にするような経営行動がなされた場合でも、それが中長期的な企業価値の向上につながることにについて株主が確信することが大切であり、その意味において、株主と経営者との間に一種の信頼関係が構築されていることが不可欠となる。そこで、本論文では、株主と経営者との間の意思疎通の場として定時株主総会を取り上げ、定時株主総会において十分な意思疎通がされている企業の企業価値が高いことを検証している。具体的には、年次株主総会における株主と経営者との十分な意思疎通の程度を表す代理変数として、所要時間、出席株主数（割合）、質問数を取り上げ、定時株主総会がどのような変遷を遂げてきたかを確認するとともに、十分な意思疎通がなされている企業の企業価値が高いか否かを検証している。

検証対象の二つ目は、環境対策に関する情報である。企業のみならず、社会や地球の持続可能性のために、気候変動を代表とする環境問題に取り組む必要があることは論を俟たない。PRI（2013）においても、ESG情報のうちの環境に関する情報の主要情報として、気候変動に関する情報が投資家によって利用されていることが示されている。さらに、企業の気候変動情報開示についての統一されたフレームワーク策定を目指しているCDSB（Climate Disclosure Standards Board）の活動や、社会的責任投資に対する機運の高まりを通して、環境関連情報が投資意思決定に際して有する重要性も増している。そこで、地球温暖化対策の推進に関する法律（温対法）に基づいて環境省が集計・公表している二酸化炭素排出量のデータ、企業に環境配慮の取り組み状況を開示させようとする、主として機関投資家の集合であるカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（Carbon Disclosure Project：CDP）によるアンケートに対する個別企業の回答状況に関するデータ、さらにISO14001をはじめとする企業の環境配慮行動に関するデータ、などを総合的に利用し、地

球環境に対する各企業の活動・情報開示が株式市場によってどのように評価されているのかを実証的に明らかにしている。さらに、企業の環境対策活動と企業価値の関連性に正の相関があることを前提に、投資家が考慮している項目として PRI (2013) に示されている、気候変動情報以外の環境関連情報も用い、前述したような株式市場の評価がおこなわれるまでの経路分析も試みている。

検証対象の三つ目は、従業員に関する情報である。PRI (2013) では、投資家が考慮する社会関連情報として、顧客（得意先）との関係、サプライチェーン（仕入先）の状況、従業員および労働組合との関係、そして地域社会を含めたその他ステークホルダーとの関係、が挙げられている。IR フレームワークにおいて、人的資本は社会・関連資本と別個に扱われており、その重要性が高いことが示唆されている。そこで、本論文では、従業員に関する情報に着目し、従業員に関連する情報と企業価値との関連について実証的に分析し、その分析結果を基に、従業員に関連する情報を非財務情報として開示すべきことを主張している。

2. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

まず、第1章では、研究の背景、研究の手法、および検証対象とする情報である、株主総会に関する情報、環境に関する情報、および従業員に関する情報の重要性を明らかにする。最初に非財務情報の開示が要請されている理由について検討し、企業のビジネスモデルが変容しつつあることによって、貸借対照表上の実物資産のみでは、その企業の将来利益や将来キャッシュフローの予測、すなわち株主にとっての企業価値の推定をするための情報を十分に提供できなくなっていることを確認する。さらに、株式投資家の短期志向を受け、より中長期的な企業価値創造に基づいた投資を促すような情報の開示が求められつつあることを明らかにする。中長期的な企業価値創造に資するような情報は、現行の財務諸表情報では開示されていないため、財務諸表以外の情報、すなわち非財務情報の開示が必要になることが分かる。合わせて、これまで提案されてきた非財務情報開示の仕組みについてまとめた上で、本論文での検証対象とする、国際統合報告(Integrated Reporting: IR)のフレームワークである IR フレームワーク (IIRC 2013) との相違点を検証する。非財務情報開示の必要性を明らかにした上で、開示すべき非財務情報の具体的な内容について検討する。最終的に、本論文において具体的に実証分析の対象とする非財務情報として、PRI (2013) において列挙されている ESG 情報のうちから、E (environment: 環境) として企業の環境対策活動関連の情報を、S (social: 社会) として従業員関連の情報を、G (governance: ガバナンス) として株主総会運営状況関連の情報を抽出する。

第2章では、統合報告(およびその設定母体である IIRC)の沿革をたどることを通じて、統合報告の目指す方向性とその変遷を明らかにする。合わせて、統合報告をめぐる学術研究が、大きく3つの視点から行われていることを確認したうえで、本論文の立場を示す。

第3章では、第4章以降の実証研究における検証モデルを導出する。実証分析においては、会計利益を用いて株式投資家にとっての企業価値を評価する残余利益モデルを基礎とし、それに利益の時系列流列を変数として組み込んだ Ohlson (1995、1999、2001) を主たる分析モデルとして利用する。その導出過程を示す。この第3章までが、実証分析をおこなうための土台作りの章であり、本論文の第1部と位置付ける。

第4章以降において、実証分析をおこない、開示すべき非財務情報の候補を探求する。第4章から第8章では、定時株主総会に関する情報に着目した議論を進める。まず、第4章においては、定時株主総会の意義を確認したうえで、日本における定時株主総会の状況に関する変遷を検証する。定時株主総会における経営者と株主との間の意思疎通の程度の代理変数として、株主総会の所要時間、出席株主数および出席株主数が全株主数に占める割合、ならびに質問数を取り上げる。検証の結果、1990年代には強固な株式持ち合いと特殊株主（いわゆる総会屋）の存在を背景として株主総会が形骸化していた（意思疎通の場として機能していなかった）こと、その後1990年終わりから2000年代前半にかけて、外国人株主の増加と特殊株主対策の強化によって株主総会が徐々に活性化してきた（意思疎通の場として機能するようになってきた）ことが明らかになる。

第5章では、全体として株主総会が形骸化していた1990年代においても活性化が観察されていた企業を対象に、活性化が観察された企業の特徴と、活性化が観察された翌年以後の株主総会および収益性の変化を検証する。分析の結果、規模が大きく、業績が悪い企業において株主総会の活性化が観察されること、株主総会の活性化が観察された企業では、その後の収益性が改善すること、そして、それにもかかわらず引き続き株主総会の活性化が観察されることを確認する。第5章の分析結果は、定時株主総会が、単なるセレモニーの場ではなく、（現在における定時株主総会の役割とは異なるものの）意思疎通の場としての意義を有していたことを示唆するとともに、活性化の指標として取り上げる、定時株主総会所要時間、出席者数（割合）、および質問数といった代理変数が、代理変数として機能していることも確認するものである。

第6章では、徐々に活性化した企業が増えてきた2000年代前半を対象に、株主総会の活性化が観察された企業の公表する業績予想の精度が高いことを確認し、定時株主総会が、経営者による意思疎通の働きかけの場であること、そしてそのような経営者の姿勢が、定時株主総会以外の場においても発現することの示唆を得る。

第7章では、第6章において確認された業績予想の精度の高さが、裁量的発生項目を用いた経営者の裁量行動（実績値を予想値に近づける行動）によるものではないことを検証する。すなわち、これらの企業では、見かけの精度の高さではなく、本来の意味での業績予想の精度の高さが観察されていることを明らかにする。

第8章では、精度の高い業績予想を公表する企業に対する株式市場の反応について、二つのアプローチを用いて観察する。一つ目のアプローチは、株主総会活性化企業が開示する業績予想の、株式時価総額に対する説明力について、その他の企業が開示する業績予想

の説明力と比較分析するものである。分析を通じて、株主総会活性化企業においては、過去の成果である当期利益の情報よりも、将来についての見通しを示す情報である次期予想利益の情報のほうが株式時価総額に対して高い説明力を有することを確認する。また、株主総会活性化そのものに対して、株式市場がポジティブな評価を示している（純資産簿価、当期利益、次期予想利益を所与としても、株主総会活性化企業の株式時価総額が高い）ことを観察する。

二つ目のアプローチは、株主総会の活性化の程度と株式リターンの同調性（いわゆる市場モデルの決定係数）との間の関係性について分析するものであり、両者に負の関係（株主総会の活性化が観察される企業では株式リターンの同調性が低い）が存在することを確認する。この分析結果は、株主総会の活性化の程度が高い企業では、その他の情報開示においても株主にとって有用な情報を提供している、ということの意味している。

以上の分析を通じ、株主総会の活性化の程度が、（直接的であるか間接的であるかは明らかにならないものの）株式市場における価格形成に反映されていることが明らかになったものとする。そこで、統合報告において開示すべき非財務情報の一つとして、株主総会関連情報を提案する。この、第4章から第8章までを本論文の第2部と位置付ける。

その後、第9章から第11章までを本論文の第3部とし、企業による二酸化炭素（CO₂）排出量や、企業が実施する環境対策活動と株主にとっての企業価値との関係性を明らかにする分析をおこなう。

まず、第9章においては、企業が環境対策活動およびその開示をおこなう動機について、正統性理論（legitimacy theory）とステークホルダー理論（stakeholder theory）の二つの理論をベースにして議論をおこなう。その後、世界および日本のCO₂排出量をめぐる現状を明らかにしたうえで、個別の企業のCO₂排出量と企業価値との関連性について実証分析をおこなう。分析の結果、CO₂排出量の多い企業の企業価値が低いことが観察される。

続く第10章では、環境対策に関するコミットメントの表明が企業価値に与える影響を観察する。現時点でCO₂排出量の多い企業が、将来の環境対策に関するコミットメントを表明することによって、第9章で観察されたCO₂排出量と企業価値との負の関係性が緩和することを明らかにする。将来の環境対策に関するコミットメントとして、気候変動情報開示基準審議会（climate disclosure standards board: CDSB）の事務局であるカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（carbon disclosure project: CDP）がおこなうアンケートへの回答、自主参加型国内排出量取引制度（Japan's voluntary emissions trading scheme: JVETS）への参加、JVETS以外の試行排出量取引スキーム、CO₂排出量削減中期計画の策定、そしてISO14001の認証取得、を利用し、これらの活動を通じて、将来のCO₂排出量削減に向けたコミットメントを示した企業については、現時点でのCO₂排出量が多くとも、企業価値がそれほど低くないことを示す。

さらに、第11章では、SBSC（sustainability balanced scorecard）の考え方をを用いて、企業の実施する環境対策活動が、どのように相互に結びついているか、さらにそれらの活

動が、アウトプット、アウトカム成果として具現化するまでの関連性はどのようになっているのかを明らかにする。さらに、一つひとつの関連性について実証分析をおこなうことで、企業内部での環境対策活動が ROC (return on carbon) と結びついていることを実証的にも確認する。

以上の分析を通じ、CO₂ 排出量の情報、およびその削減に関連するコミットメントや環境対策活動に関する情報が、株価と関連性を有していることを明らかにする。そのことから、これらの情報を統合報告において開示すべきであることを提案する。

第 12 章以降は本論文の第 4 部として、従業員に関連する情報の有用性を検証する。第 12 章では、従業員を雇用することが、企業にとってオフバランスの資産(将来の収益の源泉)かつ負債(リスク増加の要因)であることを仮説として設定し、実際のデータを用いて分析する。分析の結果、他の条件が等しければ、従業員数の多い企業の株式時価総額が高いことが観察される。これは、株式投資家が、従業員のことをオフバランスの資産と考えているという仮説と整合的な結果である。また、従業員数の多い企業の株式リターンの変動性も大きいことも観察され、株式投資家が、従業員のことをオフバランスの負債としても考慮していることが示唆される。

続く第 13 章では、給与水準と収益性および企業価値との関連性について分析する。まず、給与水準の高い企業では、それに見合うだけの従業員一人あたりの売上高が高いことを観察し、それが企業価値に結びついていることを確認する。さらに、給与水準の変化と収益性や企業価値の変化との関係についても分析し、給与水準の変化と企業価値の変化の間には関係性が存在しないことを確認する。これにより、給与水準の引き下げが、短期的な収益性改善には寄与するものの、企業価値の改善には結びつかない可能性があることを示唆する。

最後に、第 14 章において本論文の分析結果をまとめるとともに、今後の課題を提示する。各章の目次は以下のとおりである。

第 1 部 本論文の背景、目的、および分析手法

第 1 章 財務報告の変革をめぐる現状

第 2 章 統合報告の方向性とその変遷

第 3 章 会計情報の役割と検証モデル

第 2 部 定時株主総会の状況に関する分析

第 4 章 定時株主総会の役割と現状

第 5 章 定時株主総会の活性化企業の特徴と活性化後の収益性

第 6 章 定時株主総会の活性化と業績予想の精度

第 7 章 定時株主総会の活性化と裁量的発生項目額

第 8 章 定時株主総会の活性化と株式市場の反応

第3部 環境対策活動に関する分析

第9章 企業の環境対策活動と企業価値

第10章 企業の環境対策へのコミットメントと企業価値

第11章 企業の環境対策活動に関する SBSC マップ

第4部 従業員関連情報に関する分析

第12章 従業員関連情報と企業価値

第13章 賃下げが企業価値に与える影響

第14章 まとめと今後の課題

II 本論文の概要

本論文では、統合報告において開示すべき KPI を、実証分析を通じて探究することを目的としていた。各章では、株主総会に関する情報、環境に関する情報、そして従業員に関する情報について分析をおこなった。その分析結果は以下のとおりである。

本論文は、第1部である第1章から第3章において、本論文の背景、目的、および分析手法について論究している。

第2部の「定時株主総会の状況に関する分析」は第4章から第8章の5章から構成されている。第4章では、まず、株主総会について、我が国における定時株主総会が、1990年代には形骸化していたこと、それが1990年代後半から2000年代前半にかけて活性化（所要時間の長時間化、出席者数（割合）の増加、質問数の増加）し、現在までにそれが安定していることを示している。また、活性化の背景として、特殊株主（総会屋）の排除に成功したことと、株式持ち合い構造の縮小に伴う株主の多様化があることを明らかにし、経営者が株主と意思疎通を図ろうとする姿勢の発現形態の一つが株主総会の活性化にあると推測している。第5章では、全体として株主総会が形骸化していた1990年代においても活性化が観察されていた企業を対象に、活性化前の特徴を調査し、規模が大きく、業績が悪い企業において株主総会の活性化が観察されることを観察している。さらに、株主総会の活性化が観察された企業では、その後の収益性が改善すること、そして、引き続き株主総会の活性化が観察されることを確認している。これらは、株主総会が経営者の姿勢の発現であるという推測を支持する結果である。続く、そのような経営者の姿勢は、その他の場面においても発現すると考え、その一つの形態として、経営者が公表する業績予想の精度に着目している。そこで第6章では、株主総会が活性化している企業が増えてきた2000年代前半を対象に、株主総会の活性化が観察された企業の公表する業績予想の精度が高いことを、そして第7章では、その精度の高さが裁量的発生項目を用いた経営者の裁量行動（実

績値を予想値に近づける行動) によるものではないことを確認し、本来の意味での業績予想の精度が高いことを観察している。さらに、第8章では、業績予想の精度が高い企業に対する株式市場の反応を分析し、株主総会の活性化が観察された企業では、過去の実績値である当期利益よりも将来の業績を示す業績予想に対する感度が高いことを確認し、市場リターンと個別株式リターンとの同調性に着目し、株主総会の活性化が観察された企業の同調性が低いという分析結果を得ている。これは、株主総会活性化企業において、ディスクロージャー全般の有用性が高いことを示唆する結果である。

続く第3部の「環境対策活動に関する分析」は第9章から第11章の3章から構成されている。第9章では、企業のおこなう環境対策活動、特にCO₂排出量の削減を目指す活動に焦点をあてた分析を行い、CO₂排出量の多い企業の企業価値が低いこと、すなわちCO₂排出量と企業価値との間には負の関係が存在することを、第10章では、将来の環境負荷低減に向けたコミットメントを策定・開示している企業においてはその負の関係が緩和されることを確認している。また、第11章では、企業のおこなう環境対策活動が、どのような因果連鎖を経て、CO₂排出量に関する企業の目標と考えられるROCの向上をもたらすのか、という点について、SBSC戦略マップを用いた分析を行い、企業の様々な環境対策活動の間には相関関係を有すること、そのような環境対策活動が、外部利害関係者からの高評価を通じて売上高や利益率の向上につながることで、また、エネルギー投入量の削減を通じた費用低減につながることで、さらにその両者が合わさることでROCの向上を導くこと、などを確認している。

最終の第4部の「従業員関連情報に関する分析」は第12章から第14章の3章から構成される。第12章では、従業員を雇用することが、企業にとってオフバランスの資産(将来の収益の源泉)かつ負債(リスク増加の要因)であることを仮説化して、それに対する株式市場の反応を観察し、他の条件が等しければ、従業員数の多い企業の株式時価総額は高く、また、株式リターンの変動性も大きいことを確認している。第13章では、給与水準と生産性および企業価値との関連性について分析し、給与水準の高い企業では、それに見合うだけの従業員一人あたりの生産性の高さが観察され、それが高い企業価値に結びついていることを確認している。また、給与水準の変化と企業価値の変化との間には関係性が存在しないことを確認し、給与水準の引き下げが、短期的な収益性改善には寄与するものの、企業価値の改善には結びつかない可能性があることを示唆している。

以上の分析を通じ、株主総会に関する情報、環境に関する情報、そして従業員に関する情報が企業価値に対して関連性を有していることが明らかになった。原則主義であることを標榜している統合報告において、その具体的な開示内容はフレームワークにおいて示されていない。そのため、多くの企業がGRIガイドラインに依拠しているとの報告がされている。しかし、第2章で見たように、GRIガイドラインは、そもそも、財務資本以外のステークホルダーに関する情報を、財務資本以外の資本提供者に開示するためのガイドラインであり、財務資本提供者を主たる情報利用者と想定する統合報告において開示すべき情

報とは合致しない可能性がある。

今後、どのように統合報告の導入を進めていくか、という問題は日本においても注目されている。奇しくも、2014年中に開催された、日本会計研究学会全国大会（第73回大会）および日本管理会計学会年次全国大会の双方において、統合報告またはESG報告に関する統一論題が設定された。また、日本会計研究学会全国大会（第74回）においては、『統合報告』が企業会計に及ぼす影響に関する考察」を研究テーマとするスタディ・グループが設置された。経営学の分野においても、企業の持続可能性を維持するための組織のあり方について研究が進められている。

さらに、具体的な開示項目については、アメリカのサステナビリティ会計基準審議会（sustainability accounting standards board: SASB）において、開示すべきKPIを、業種ごとに策定する準備が進められている。本論文が新たに提示した知見は、統合報告を作成しようとする企業にとって、またSASBを含む基準設定主体にとって、具体的なKPI策定に関する示唆を与えるものであり、今後の非財務情報のあり方の指針を示したものと考えることができる。

最終章の第14章「まとめと今後の課題」では、本論文の貢献とまとめるとともに、残された課題をあげて将来の研究へとつなげている。本論文では、三つの貢献と五つの課題がまとめられている。

一つ目の貢献は、非財務情報として開示すべき具体的なKPIを、実証分析の結果を通じて提案した点である。これらの情報はESG情報のそれぞれのグループを代表する項目であり、その重要性は高く、3種類の開示項目を具体的に提案したことは、実務への貢献となっている。

まず第1に、本論文の株主総会に関する分析結果は、日本版スチュワードシップ・コードの趣旨を、実証的にサポートするものである。日本版スチュワードシップ・コードの目的は、投資家と企業とが「車の両輪」となり、「目的を持った対話」をすることを通じて、「企業価値の向上や持続的成長」を促すことにある。本論文で検証した、投資家と企業との対話の場である株主総会の重要性はますます高まることが想定される。

第2に、本論文の環境対策活動に関する分析結果は、各企業が、環境問題をリスクと捉えず機会と捉えることで企業価値向上の可能性があることを示唆している。環境に関する情報の重要性は論を俟たず、地球温暖化に起因する海水面の上昇は、太平洋上の島々にとっては、住む権利さえ脅かしかねない死活問題であり、CO₂削減へ向けた国際的な取り組みが本格化しつつある。日本においても、東日本大震災以降の原子力発電所の停止を理由として、CO₂排出量の十分な削減ができない状態が続いていたが、今後はより積極的な対応が求められることになり、本論文の分析結果が活かされることになろう。

第3の従業員に関する情報についても、その重要性は容易に理解できるであろう。「企業は誰のものか」という議論や、「企業は誰のために活動すべきか」という議論をおこなう際、

株主の次に議論の俎上に上がるのは間違いなく従業員である。本論文の分析結果は、従業員をコストの発生源として考えるのではなく、企業価値の源泉として考えることによって、企業と従業員との共生が可能であり、またそれが不可欠であることを示している。

本論文の二つ目の貢献は、非財務情報として開示すべき KPI を検討する際の方法論を提示したことである。GRI ガイドラインを代表とする従来の非財務情報開示のための指針においては、具体的な開示項目を選定するための基準が不明確であった。そのため、情報過多に陥っている可能性がある。情報過多は、作成する企業にとっても、利用する投資家にとっても不利益となる。本論文によって、一部の開示項目の重要性が確認されたことは、それらの項目を開示すべきと主張することの追加的な根拠を与えたものとする。さらに、今後、新たな開示項目を検討する際、または現在提案されている開示項目の妥当性を検討する際に、実証分析を通じた検証が可能であることを示し、そしてその方法論を提示することができたと言える。

本論文の三つ目の貢献は、IR フレームワークが志向する、「統合」の仕組みを明らかにした点である。統合報告においては、各開示項目が企業価値とどのように結びついているのか、すなわち価値創造のプロセスを明らかにすることが求められている。本論文では、特に環境に関する情報について、企業の行動がアウトプットやアウトカムに達するまでの経路を一つずつ実証的に確認することで、価値創造のプロセスを辿ることができた。

一方で、本論文では、残された課題のなかで全体を通して生じている問題点として、以下の5点があげられている。まず1点目は、実証分析の多くが、株主（財務資本提供者）に関する価値を中心に検証している点である。これは、IIRC（2011、2013）が財務資本提供者に対する情報提供を志向していることや、財務資本以外の資本の提供者にとっての価値と財務資本提供者にとっての価値が相互作用を有しているという前提に立っていることなどを背景としている。Stewart（1991）の訳書における、「株主・・・のニーズを満たすことを目指すことによって、その過程で経営陣は全ての利害関係者の価値を最大化できるであろう（p. 5）」という主張とも通ずる考え方であるが、本論文ではその主張の妥当性については議論をおこなっていない。そのため、財務資本以外の資本の提供者にとっての価値についても、何らかの測定をしたうえで、それらが本当に財務資本提供者にとっての価値と同一の方向であるのかを検討することが必要だと考える。

2点目は、分析が網羅的とはいえない点である。たしかに、本論文の実証分析を通じ、株主総会に関連する情報、環境対策に関する情報、そして従業員に関する情報が、財務資本提供者にとっての価値と関連していることが確かめられた。しかし、これらの要素だけが財務資本提供者にとっての価値のドライバーであるわけではない。少なくとも、IIRC（2013）が例示列挙した、六つの資本や、GRI ガイドラインで示されている各項目について、追加的な分析が必要だと考える。

3点目は、分析に用いたデータの首尾一貫性の欠如である。分析期間が長期にわたったことや、各時点において入手可能な情報が異なった（たとえば、キャッシュフロー情報、

CSR データ、CO₂ 排出量データなど、一定時点よりも古い情報が存在していない変数がある) ため、各章の分析の対象となった年度が、分析によって一貫していない。より厳密な分析結果を得るためには、年度をそろえた分析が必要だと考える。その一方で、本論文で分析対象とした各変数の重要性が時代とともに変わっていることもまた事実である。たとえば、第4章で見たとおり、株主総会の運営状況は、過去 24 年間において大きく三つの時代的变化を経験している。本論文では、それぞれの時代の中 (たとえば、全体として形骸化していた 1990 年代) での分析のみをおこなったが、時代間の分析も有用だと考える。CO₂ 排出量についていえば、環境規制の有無に基づく時代区分や、東日本大震災前後で時期を分けた分析もあり得るだろう。

4 点目は、多くの分析を Ohlson モデルに依拠している点である。Ohlson モデルは、個々の企業価値を評価するに際しては理論的に導出されたモデルであるものの、そのモデルに基づいてクロスセクショナル分析をおこなうことに問題が生じないということは保証されていない。とりわけ、回帰分析によって、各変数、特に利益の持続性に関する係数が推定されているということは、その持続性の係数が企業間で同一であるという仮定を暗黙の裡においていることと等しい。実際にはその仮定があてはまらないことは明白であるので、別の手法に基づく頑健性の確認が必要である。

5 点目の問題は、本論文の結果が、各変数の開示について、直接的に統合報告における開示が有用であることを示唆していない点である。本論文の分析結果の多くは、株主総会に関する情報、環境に関する情報、そして従業員に関する情報などが、株式市場における価格形成に反映されていることを示している。したがって、統合報告の存在しない時期においても、これらの非財務情報が株式投資家に伝わっているということである。その場合、統合報告という開示方法によることに意義があるのか、という点についてはさらなる検討が必要である。ただし、統合報告は One Report という発想で作成されようとしている (Eccles 2010)。すなわち、必要な情報が 1 か所にまとまっていることが情報利用者に有用であるとされる。さらに、企業価値との関連性について言及することが求められている点も、従来のリポーティングには存在しない変化である。そうは言うものの、本論文においては、それぞれの非財務情報の有用性を示しただけで、開示チャンネルごとの有用性を示したわけではないため、今後の検討が必要と考える。

これらの問題点に加え、「そもそも企業価値とは何か」という、より大きな問題も未解決のまま残された。企業価値とは株主価値のことである、という発想の下、株主価値の最大化を至上命題とする米国型資本主義経済に対しては批判も多い。この考え方では、従業員はコストでしかなく、いかにそれを低減させ、株主へ分配可能な価値を増大させるか、という議論になってしまう。しかし、本論文でも、従業員をコストの源泉と見るのではなく、企業価値向上のための資源として見るべきであることが確認された。同じように、地域を中心とする社会とどのように共生していくのか、を考えるためには、従来型の試行からの脱却が必要である。したがって、「企業価値とは何か」という問いを未解決のまま残してし

まえば、どのようにそれを測定・向上していくのか、という問題にきちんと答えることは不可能である。非財務情報と企業価値との関連を考えるうえでも、あらためて企業の価値とは何であるのかを検証することが必要であることは間違いない。

Ⅲ 審査結果

1. 本論文の長所

本論文は、株式投資家の意思決定に有用な情報を提供するという観点から、どのような非財務情報の開示を求めるべきかという課題に対して実証分析を適用してその解決を図ることを目的にし、株主総会の運営に関する情報、企業の環境対策活動に関する情報、および従業員に関する情報が株式投資家にとって有用であることを示すとともに、今後の非財務情報の開示について示唆を与えることを目指したものである。本論文には以下に述べる長所が見いだされる。

- (1) 国際統合報告フレームワークにおける3種の非財務情報—環境、社会およびガバナンス—に関する我が国最初の総合的実証研究であり、3種の非財務情報それぞれについて具体的 KPI を提示している点は高く評価できる。非財務情報の開示については、ヨハネスブルク証券取引所に上場する企業に対して統合報告の開示が制度化されているに過ぎず、しかも原則主義である IR フレームワークの下で作成者に少なからぬ負担がかかっており、実際に開示されている統合報告書は IR フレームワークの本来の趣旨を反映しているものばかりでもない。本論文では、非財務情報として開示すべき KPI を実証分析の結果に基づいて、3種類の開示項目を具体的に提案しており、理論および実務への貢献を認めることができる。
- (2) GRI ガイドラインを代表とする従来の非財務情報開示のための指針は具体的な開示項目を選定するための基準を明確に規定していないばかりか、情報過多に陥っている点についても指摘されてきた。この情報過多は、作成者にとってはもちろんのこと、利用する投資家にとっても不利益となるので、具体的な開示項目の選定基準の設定が望まれてきた。本論文が非財務情報として開示すべき KPI を選択する際の方法論を提示し、開示項目の重要性の程度を評価する道を切り拓いたことにより、開示すべき項目の妥当性に合理的な根拠を与えることが可能となったと言える。
- (3) 統合報告については、各開示項目が企業価値とどのように結びついているのか、という価値創造のプロセスを明らかにすることが求められてきた。本論文では、特に環境に関する情報について、企業の行動がアウトプットやアウトカムに達するまでの経路を一つずつ実証的に確認することで、価値創造のプロセスを辿ることに成功している。本論文が IR フレームワークの志向する「統合」の仕組みを明らかにした点についても、高く評価される。

- (4) 本論文の作成にあたり、提出者は文献をくまなく渉猟しており、先行研究のサーベイとしての完成度は高いと言える。また、既存のデータベースから入手することができない様々な情報を丹念に収集し、統計的仮説検定による科学的方法を採用している。提出者のこうしたアプローチは、我が国の斯界における研究のスタンダードとなるものであり、その貢献は評価するに値する。

2. 本論文の短所

本論文には残された課題が提示され、全体を通して生じている問題点として5点があげられている。すべて適切な論考であると評価することができるが、それらを考慮してもなお本論文には以下の短所が見いだされる。

- (1) 非財務情報は株主以外のステークホルダーにとっても有用であるが、本論文は、かかる非財務情報の分析の際に、株主の企業価値モデルを援用することにとどまっている。社会関連情報として従業員関連情報の価値関連性を分析した結果、弱い追加的貢献度しか得られなかったのは、株主の企業価値モデルの枠組みによる分析にその主たる原因があると考えられる。ステークホルダーにとっての企業価値を包含するモデルを開発し、分析する必要があったのではないだろうか。
- (2) 会計情報と非財務情報の関係については、総論としての考察がみられるものの、本論文が取り扱っている各非財務情報が現在の会計情報をどのように補完するのかは必ずしも明確ではない。会計情報と非財務情報の関係についてさらなる論究と分析が必要なのではなかったらうか。
- (3) 国際統合報告フレームワークにおける環境、社会およびガバナンスに関する情報には本論文が取り上げた3種の非財務情報以外に多様なものがあげられる。関連するすべての非財務情報をとりあげることは無理であるとしても、それらの中からもなぜ3種をとあげたかについて必ずしも十分な説明がなされていない。

3. 結論

本論文には、上記のような短所も一部見受けられるが、そのほとんどは今後の研究課題とすべきものであり、本論文の長所と比較すると、いささかも本論文の優秀さを損なうものではない。

本論文提出者大鹿智基は、1998年3月に早稲田大学商学部を卒業後ただちに大学院商学研究科に進学した。修士課程を修了した後、2000年4月に博士後期課程に進学すると同時にメディアネットワークセンター（当時）の助手に就任した。助手としての業務を継続しながら、シカゴ大学経営大学院に1年間の留学機会を得た。商学研究科における学業成績に劣らぬ優秀な成績をもってシカゴ大学経営大学院における留学から帰国し、2004年4月には商学部専任講師に採用された。その後、2007年4月に准教授、2014年4月には教授に昇任している。

非財務情報の企業価値

大鹿智基は、博士後期課程に在学中から日本管理会計学会において研究成果を発表するとともに、その学会誌に査読合格した論文を公刊してきた。2005年には日本管理会計学会から、2011年には日本会計研究学会から、それぞれ公刊した論文に対して学会賞を授与されている。これら国内における学会活動を加えて、近年ではアメリカ会計学会での研究報告を継続して行い、アジア太平洋管理会計学会ではディスカッサントやモデレータを務めるなど、海外における活動を積極的に展開している。まさに、斯界において最も将来を嘱望されている研究者の一人であり、今後の活躍が大いに期待される場所である。

以上の審査結果に基づいて、本論文提出者大鹿智基は、「博士（商学）早稲田大学」の学位を受ける十分な資格があると認めるものである。

2016年1月20日

審査員

(主査) 早稲田大学教授	博士（商学）早稲田大学	辻 正雄
早稲田大学教授	商学博士（早稲田大学）	河 榮徳
早稲田大学教授	博士（商学）早稲田大学	奥村雅史
一橋大学大学院教授	博士（商学）一橋大学	尾畑 裕