

学位申請論文概要書

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—

大 鹿 智 基

1. 研究の背景と目的

本論文は、株式投資家の意思決定に有用な情報という観点から、どのような非財務情報を開示すべきかという問いに対して、実証分析の手法を通じて明らかにすることを目的にしている。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す。

AICPA(1994) (いわゆる「ジェンキンス・レポート」)以降、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、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議論が続いている。その背景には、企業のビジネスモデルが変容し、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れる利益やキャッシュフローの相対的な重要性が増大しつつあることを受け、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ある。これらの指摘は、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批判しており、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との主張につながる。

さらに、近年では、株式投資家の短期志向が、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、①(株式投資家を含めた)様々なステークホルダーにとって、かつ②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があるだろう。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(いずれかのステークホルダーにとっての企業価値のみを増大させる)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企業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、その逆を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おこな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。

次に、開示すべき具体的な非財務情報を検討する。本論文では、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。IIRC が提案している統合報告のためのフレームワーク（IR フレームワーク、IIRC 2013）では、その開示内容として、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」を評価するために資する情報と、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」を評価するため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する。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する。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する。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¹（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

¹ IR の概念フレームワークでは、資本を、組織の成功を支えるもので、多様な形態を取りうるとしている(IIRC 2013, 2.10)。すなわち、企業価値の向上をもたらす源泉として、企業価値創

2013, Figure 2 参照) のうち, 順に, 自然資本, 人的資本², 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える.

なお, 検証にあたり, 本論文では, 株主にとっての企業価値に着目した実証分析をおこなう. これまで見てきたように, 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ある. しかし, 次節で検討する, 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する. 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する.

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

造プロセスを説明している(同, Figure 2). なお, 6つの資本はあくまで例示であり, 企業によって内容や分類が異なる可能性があることを主張している(同, 2.17–2.19).

² PRI が提唱する ESG 情報のうち「社会」に関する情報については, IR フレームワークでは「人的資本」と「社会・関係資本」に分けて議論されているように見える. そのため, 従業員関連の情報は, ESG 情報のうちの「社会」に関する情報として選択しているが, IR フレームワークにおける 6つの資本のうち, 「社会・関係資本」ではなく「人的資本」に対応するとした. なお, 6つの資本はあくまで例示であること, 6つの資本それぞれに対応する非財務情報を選択することを目指しているわけではないことから, どの資本に対応させるか, という問題は以降の議論に影響しない.

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する。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。本論文では、そのうち従業員に関する情報に着目する。IR フレームワークにおいても、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、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する。

以上の分析を通じて、これら 3 種類の非財務情報を、今後統合報告において開示すべき情報として提案することが本論文の目的である。

2. 本論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。

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: IR³)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。続く第 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れ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

³ IR という表記は、investor relations や institutional research など様々な用語の略語として使われるため、integrated reporting を意味する場合に、<IR>という表記を用いることも多い。しかし、本論文では、ほとんどの場合 integrated reporting を指すので、特に区別の必要ない場合は単に IR と表記する。

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。

続く第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。続く第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考えられる。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らないことを示す。

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、アウトカムの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、一つ一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と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

3. 本論文を通じて明らかになったこと

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。

まず、株主総会について、わ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た。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た（第 4 章）。そのうえで、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た。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た。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（第 5 章）。続いて、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た。そこで、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（第 6 章）、そしてそ

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た（第7章）。さらに、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た。また、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た。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（第8章）。

次に、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おこなった。分析の結果、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（第9章）、ただし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た（第10章）。また、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おこない、企業の様々な環境対策活動の間には相関関係が有すること、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も、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も、さらにその両者が合わさることで ROC の向上を導くこと、などを確認した（第11章）。

最後に、企業の雇用する従業員に関連する情報について実証分析をおこなった。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た（第12章）。さらに、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た。また、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た（第13章）。

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。本論文において得られた知見は、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られる。

4. 本論文の貢献と今後の課題

本論文には、以下の 3 つの貢献がある。まず、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。南アフリカでは、ヨハネスブルク証券取引所に上場する企業に対し、統合報告の開示が制度化されている。しかし、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、また、実際に開示されている統合報告書も、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はない。その中で、少なくとも 3 種類の開示項目を具体的に提案した点は、実務への貢献が大きい。特に、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、その重要性は高い。

まず、株主総会に関する情報の重要性の背景として、日本版スチュワードシップ・コードが策定され、今後、機関投資家の間での利用が拡充していくという状況が挙げられる。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」となって、「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。本論文の分析結果は、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。

環境に関する情報の重要性は論を俟たない。特に、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る。CO₂が地球温暖化の原因であるか否かについては、しばらく議論が続いていたが、ある程度の合意に達し、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る。本論文の分析結果は、各企業が、この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を示唆している。

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2つ目の貢献は、今後、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考えられる。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。

本論文の3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、本論文には残された課題も多い。全体を通して生じている問題点は以下の5点である。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⁴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、分析が網羅的とは言い難い点である。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、6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3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。

⁴ この引用箇所は原書には存在しないため訳書から引用している。

最後の問題点は、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。広田 (2012) は、日本企業へのアンケートによって、業績悪化時の企業行動を調査した。その結果、日本では、株主と従業員とのバランスを維持した対応（従業員のリストラと株主への配当を組み合わせる）をとる企業が多いことを指摘している (pp. 24–25)。また、本論文の第 1 章においても、日本企業がステークホルダー間の分配のバランスをとっていることを指摘している。このように、日本では、従来から米国型資本主義とは異なる意思決定の哲学を有しているし、辻 (2015) も企業価値の多様性を指摘している。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。

辻正雄 [2015] 『会計基準と経営行動』中央経済社。

- 広田真一 [2011] 「株主主権は望ましいか？—人的資本企業のモデル分析—」『現代ファイナンス』第 29 号, 75–102 頁.
- AICPA [1994], *Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors: A Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting* (八田進二・橋本尚共訳 [2002] 『事業報告革命—アメリカ公認会計士協会 : ジェンキンス報告書—』白桃書房) .
- Eccles, Robert G. [2010], *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*, Wiley.
- Freeman, R. Edward [1984] *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman.
- IIRC [2011], Discussion Paper, *Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*, International Integrated Reporting Committee.
- IIRC [2013], *The International <IR> Framework*, International Integrated Reporting Council.
- Ohlson, James A. [1995], “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, Iss.2, pp.661-687.
- Ohlson, James A. [1999], “On Transitory Earnings,” *Review of Accounting Studies*, Vol.4, Iss.3-4, pp.145-162.
- Ohlson, James A. [2001], “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.18, Iss.1, pp.107-120.
- PRI [2013], “Integrated Analysis: How Investors Are Addressing Environmental, Social and Governance Factors in Fundamental Equity Valuation, ” (http://www.unpri.org/viewer/?file=wp-content/uploads/Integrated_Analysis_2013.pdf, 2015 年 9 月 22 日閲覧), Principles for Responsible Investment.
- Stewart, G. B. [1991], *The Quest for Value: The EVA™ Management Guide*, Harper. (日興リサーチセンター・河田剛・長掛良介・須藤亜里訳 『EVA™ 創造の経営』.)