

非財務情報の価値関連性と 開示チャンネルとしての統合報告⁽¹⁾

大 鹿 智 基

1. 本論文の目的

本論文は、非財務情報（の一部）が価値関連性を有しているか否かに関する実証分析の結果をまとめるとともに、統合報告（Integrated Reporting: IR）という開示チャンネルを通じた非財務情報の開示の必要性について検討することを目的としている。そのために、統合報告において開示される KPI（key performance indicators）が具備すべき要件について、マテリアリティという用語に着目して検討し、価値関連性を検証することの重要性を確認したうえで、大鹿（2016）における実証分析の結果のうち、非財務情報の価値関連性を検証した部分についてまとめる。さらに、価値関連性を有する非財務情報の存在が確かめられたことを前提に、それらの非財務情報を開示する開示チャンネルについても検討する。

非財務情報が価値関連性を有していることが確認されたとしても、必ずしも

(1) 本論文の多くは、筆者の学位申請論文である大鹿（2016）に依拠している。指導教授である辻正雄先生の古稀祝賀・退職記念論文集に、指導を受けた集大成としての学位申請論文を基礎とした論文を掲載できることはこの上ない喜びである。合わせて、これまでのご指導に心からの感謝を申し上げます。なお、本論文は、JSPS 科研費24530589および15K03792の助成を受けた研究成果の一部である。

その開示チャンネルが統合報告であることを支持するものではない。資本市場が効率的であることを前提とすれば、当該非財務情報がすでに価値関連性を有している、すなわちその情報内容が評価されている（たとえば株価に反映されている）のであれば、その情報の開示チャンネルを問う必要はない、という見方も可能だからである。一方で、IR フレームワーク（IIRC, 2013b）は、統合報告を通じて非財務情報が体系的かつ簡潔に開示されるようになることが「よりまとまりのある効率的なアプローチ」になると主張している（p. 2）。統合報告導入によって非財務情報に関するディスクロージャーの質が向上するのであれば、情報利用者の意思決定における非財務情報の有用性が増す可能性もある。統合報告導入企業が増大しつつある中、開示チャンネルとしての統合報告の必要性を検討することで、今後の統合報告の方向性について示唆を与えることを目指す。

本論文の構成は以下のとおりである。まず第2節では、統合報告において開示される KPI が具備すべき要件について、「マテリアリティ」という用語を手掛かりに検討する。続く第3節では、大鹿（2016）が検証した非財務情報の価値関連性に関する実証研究をまとめる。その後、第4節において、開示チャンネルによって情報利用者の注目度が変化することに関する先行研究を検討するとともに、情報の開示チャンネルが企業の資本コストや株式市場の反応にもたらした影響についての実証分析結果を紹介する。最後に、第5節において今後の研究課題を提示する。

2. 統合報告におけるマテリアリティ

統合報告において開示される内容を提案している IR フレームワークは原則主義を標榜していると言われている。IR フレームワークでは具体的な開示項目が提案されているわけではなく、統合報告書の作成者は、「組織特有の状況を考慮した上で」、「財務資本の提供者に対し…どのように価値を創造するかを

説明する」必要がある（IIRC 2013b, pars. 1.7, 1.9, and 1.10）。開示すべき具体的な KPI の検討に際しては、「組織の短期、中期、および長期の価値創造能力に実質的な影響を与えるような情報」、すなわちマテリアリティを有する情報を開示することが求められている（同 par. 3.17）。マテリアリティを判断し、マテリアリティに基づく開示情報を決定するまでのプロセスは、以降の3.18節～3.29節において概略が示されているほか、IIRC（2013a）において詳述されている。IIRC（2013a）によると、マテリアリティに基づく開示情報を決定するまでには、以下の3つのステップを経る（pp. 3-8）。

(1) 関連性（relevance）の識別

その事象が価値創造に影響を与えるか否かに基づいて、統合報告書に含める候補となる、「関連性のある事象」となるか否かを識別する。

(2) 重要度（importance）の評価

（価値創造に対する）影響の大きさと発生可能性を評価することで、「関連性のある事象」の重要度を評価する。

(3) 優先順位の決定（prioritization）

重要度に基づいて、それぞれの「関連性のある事象」が、「マテリアリティのある事象」に該当するか否かを決定する。

これらのプロセスのうち、「優先順位の決定」というプロセスが、統合報告の志向する方向性を示唆していると考えられる。従来も、非財務情報の開示はおこなわれてきた。たとえば、環境報告書、サステナビリティ報告書、CSR報告書など、報告書としての形式を有する非財務情報だけでも、飛躍的にディスクロージャーが拡大してきた。しかし、IIRC（2011）において指摘されて

いるとおり、開示情報（報告書）それぞれが増大し、かつ相互の関連性を示せない状況が生み出されてしまっている。もちろん、統合報告の大きな一つの目的が非財務情報と財務情報との相互関連性を示すことにあることは言うまでもないが、すでに述べたように、情報を、より効率的に伝達することも志向されている。IIRC（2013a, 2013b）は、関連性を有する情報をすべて開示するのではなく、その中でも重要度の高い情報を選択するよう求めることで、効率的な情報開示を目指している。一方で、各報告主体がマテリアリティの判断に基づいて開示を進めることは、企業間の比較可能性を低めるという副作用を生み出す危険性もはらんでいるため、効率性と比較可能性のバランスを担保することが必要となる。

なお、現在、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）においてもマテリアリティに関する議論が行われており、2015年10月28日には、実務記述書「財務諸表への重要性の適用」の公開草案（ED/2015/8）が公表されている。また、「財務報告に関する概念フレームワーク（以下、IASB フレームワーク）」においては、マテリアリティを、「情報は、その脱漏又は誤表示により…一般目的財務報告書の主要な利用者が行う意思決定に影響する可能性がある場合には、重要性がある」と定義している（IASB 2015a, par.2.11）⁽²⁾。

IR フレームワークにおけるマテリアリティが企業の価値創造との関連という文脈で定義されているのに対し、IASB フレームワークにおいては情報利用者の意思決定という視点から定義されており、両者の定義には一見すると相違が存在する。しかし、一般目的財務報告書の主要な利用者が現在株主および潜在株主であることを考えると、その意思決定に影響を与えるということは、す

(2) ここでの表記は2015年5月に公開された公開草案（IASB, 2015a）に従っている。ただし、この公開草案における現行の概念フレームワークからの変更の提案は情報利用者の定義を明確にした点のみであり、内容についての変更は提案されていない。

なわち企業価値の推定に影響を与えることとほぼ同義として差支えないものと思われる。実際、IASB（2015a）においても、「…投資者による…意思決定は…期待するリターンに左右される。…リターンに関する期待は、企業への将来のキャッシュ・インフローの金額、時期及び不確実性…の評価…に左右される。（par. 1.3）」、さらに「一般目的財務報告書は、…現在の及び潜在的な投資者…が報告企業の価値を見積るのに役立つ情報を提供する（par. 1.7）」という記載があり、現在株主および潜在株主の意思決定が、将来のキャッシュ・インフロー（およびそれに基づく企業価値の推定値）に基づいていることを想定しているものと判断できる。さらに、IASB（2015b）において、重要性の判断が個々の企業によって異なることを認識している点（par. 12）や、重要性のない情報の開示が理解可能性を低下させることを懸念している（par. 34）点もIRフレームワークと共通である。

一方で、ある情報が、企業の価値創造または投資者の意思決定に影響を与えるかどうかの判断は、IRフレームワークにおいてもIASBフレームワークにおいても経営者の合理的な評価に委ねられている。その判断の妥当性について外部から検証する方法は様々考えられるだろうが、ここでは、実証分析の手法に基づく検証をおこなった大鹿（2016）の結果を紹介する。大鹿（2016）では、定時株主総会に関する情報、環境対策に関する情報、および従業員に関する情報を取り上げ、これらの非財務情報が企業価値（株式時価総額）に対する価値関連性を有しているか否かについて実証分析をおこなった。すなわち、投資者が利用している（株価に反映させている）情報が何であるかを実証的に特定することで、それらの非財務情報がマテリアリティを有していることを検証しようとしたのである。次節では、その分析結果の概要を示す。

3. 大鹿（2016）の分析結果

大鹿（2016）では、Ohlson（1995, 1999, 2001）に依拠したモデル、すなわち

残余利益モデルを基礎とし、それに線形情報ダイナミクスを考慮した分析モデルを用いている。まず、基礎となる残余利益モデルは、以下の(1)式で示される。

$$V_0 \approx P_0 = BV_0 + \frac{x_1 - r \times BV_0}{(1+r)} + \frac{x_2 - r \times BV_1}{(1+r)^2} + \frac{x_3 - r \times BV_2}{(1+r)^3} + \dots \quad (1)$$

ただし、 V_t は t 時点(t 期末)での企業価値(市場効率性を前提とすれば、 P_t で示される株価と近似するはずである)、 BV_t は t 期末の純資産簿価、 x_t は当期(t 期)利益、 r は株主資本コスト、をそれぞれ示している。右辺第2項以降の分子が、残余利益と呼ばれる、前期末(当期首)純資産簿価に株主資本コスト(率)を乗じた値を当期利益から減じた「残り」である。

Ohlson(1995)では、残余利益が特定の時系列過程に従うという、線形情報ダイナミクスの仮定を残余利益モデルに適用した。残余利益(以下では x_t^a で示される)の時系列過程は、以下の(2)式のように定式化されている。

$$\begin{aligned} x_t^a &= \omega_1 x_{t-1}^a + v_{t-1} + \varepsilon_{1,t} \\ v_t &= \omega_2 v_{t-1} + \varepsilon_{2,t} \end{aligned} \quad (2)$$

ここで、 v_t は「その他の情報」と呼ばれる、その期の財務諸表には反映されていないものの、翌期の財務諸表に影響を与える要素を指す。また、 ω_1 と ω_2 はそれぞれ残余利益とその他の情報の持続性を示すパラメータであり、0以上1未満の値をとることが仮定されている。さらに、 $\varepsilon_{1,t}$ と $\varepsilon_{2,t}$ は平均0の攪乱項である。つまり、当期の残余利益が、①前期の残余利益のうち当期まで持続する部分、②前期の残余利益には反映されていなかったが当期の残余利益には反映される「その他の情報」、そして③ランダムな影響を与える攪乱項で決定されることを示している。

(2)式の関係を(1)式に代入して整理すると、以下の(3)式が得られる。

$$V_0 = BV_0 + \alpha_1 x_0^a + \alpha_2 v_0 \quad (3)$$

ただし、 α_1 は $\frac{\omega_1}{(1+r-\omega_1)}$ 、 α_2 は $\frac{(1+r)}{(1+r-\omega_1)(1+r-\omega_2)}$ である。(3)式は、評

価時点 ($t=0$) における残余利益および「その他の情報」と、それらの時系列特性を特定することで企業価値が表現できることを示している。さらに、アナリストなどが公表する、評価時点での翌期の利益予想値 ($E_0[x_1]$) を基に残余利益の期待値 ($E_0[x_1^a]$) が求められれば、「その他の情報」を $v_0 = E_0[x_1^a] - \omega_1 x_0^a$ として示せることになる。これらの関係を整理することで、Ohlson (2001) は最終的に、企業価値が、評価時点の純資産簿価、その期の残余利益、そして翌期の残余利益の期待値の関数であるとする、以下の(4)式を導いている。

$$V_0 = BV_0 + \alpha_1 x_0^a + \alpha_2 E_0[x_1^a] \quad (4)$$

大鹿 (2016) ではさらに、当期の残余利益 (x_0^a) が当期の純利益 (x_0) の関数であること ($x_0^a = x_0 - r \times BV_{-1}$) を利用して以下の(5)式を導き、これを基本的な分析モデルとしている。

$$V_0 = \alpha + \beta_1 BV_0 + \beta_2 x_0 + \beta_3 E_t[x_1] + \beta_4 v_0 \quad (5)$$

(5)式では、回帰分析上の切片 (α) を許容している。大鹿 (2016) では、 v_0 として様々な非財務情報を用いた分析をおこなうことで、当該非財務情報の株式投資家にとっての有用性を検証した。

3.1 定時株主総会に関する情報の価値関連性

大鹿 (2016) の第2部 (第4章～第8章) では、「株式投資家にとっての企業価値が中長期の企業業績に依存すること、そのためには、短期的な企業業績を犠牲にするような経営方針を選択せざるを得ない場合があることを所与とす

れば、現在の経営者の選択が中長期の企業業績に寄与することについて、株主投資家に納得してもらう必要がある」という問題意識の下（p. 53）、経営者と株式投資家との意思疎通の場として定時株主総会を位置づけ、意思疎通の程度が企業価値と正の相関を有するとの仮説を設定している。

財団法人商事法務研究会が毎年発行している「株主総会白書⁽³⁾」によると、2007年・2008年ごろの株主総会の特徴として、「海外の投資ファンド等による株主提案権の行使や委任状勧誘の多発、国内外の機関投資家等による議案への厳格な行使や反対」が見られるようになり（2007年版，p. 3）、その結果、きちんとした理由付けのできない買収防衛策の導入見合わせや廃止という、経営者の不努力の温床となるような施策⁽⁴⁾が中止される状況を招くことになった（2008年版，p. 3）。さらに、「一般株主による総会での発言も増加し…、会社側は…丁寧に回答する（2007年版，p. 3）」や、「（株主からの）発言のあった会社の数が増加するとともに、複数の発言者がいた会社の数が増加する傾向にある（2007年版，p. 104，カッコ内は筆者）」など、株主と企業側の双方にとってメリットのある株主総会が実践されるようになったことがわかる。

これらの背景を受けて、大鹿（2016）の第8章では、形骸化していた定時株主総会と活性化していた定時株主総会とが混在する2000年代のデータを用い、定時株主総会の所要時間に基づく株主総会活性化の程度の価値関連性を検証した。検証対象として、2001年6月から2005年6月までに定時株主総会を開催した、東京証券取引所第一部および第二部に上場している企業のうち、日経業種分類上、銀行・証券・保険・その他金融に属する企業を除外し、その中から各年の3月31日を決算日とする企業を抽出した。また、各企業が1991年から2000年までの間に開催した定時株主総会の所要時間の平均値を基礎とし、分析対象

(3) 商事法務『旬刊商事法務』の臨時増刊号として11月末ごろに発行されている。

(4) ただし、そもそも買収防衛策が企業価値を毀損するか否かについては必ずしも一致した結論が得られているわけではない。一連の理論的研究と実証的研究については大越（2012）を参照。

期間である2001年から2005年までの間に開催した定時株主総会の所要時間が、①1991年から2000年までの間の所要時間の平均値の1.5倍以上であり、かつ②60分以上である場合に、活性化した株主総会として判別している。なお、所要時間の平均値の算定にあたり、1991年から2000年までの間に開催した定時株主総会の所要時間のデータが7年以上入手できない企業は分析から除外している。定時株主総会の所要時間のデータは『資料版 商事法務』から、財務データは日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出している。また、各分析において、利用する変数それぞれの上下1%ずつを外れ値として分析対象から除外している。

分析は、(5)式をベースとし、「その他の情報 (v_0)」として、株主総会活性化が観察された企業・年を1、その他の企業・年を0とするダミー変数（活性化ダミー）を用いた。さらに、活性化ダミーと次期予想利益との交差項を加えて検証した。最終的に、検証対象となったモデルは以下の(6)式である。(6)式の β_5 および β_6 の係数が有意であれば、株主総会活性化という変数の価値関連性が確認されたことになる。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額}_t \approx \text{企業価値}_t = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価}_t + \beta_2 \text{当期利益}_t + \beta_3 \text{配当}_t \\ & + \beta_4 \text{時期予想利益}_t + \beta_5 \text{活性化ダミー}_{t-1} \\ & + \beta_6 \text{活性化ダミー}_{t-1} \times \text{次期予想利益}_t \quad (6) \end{aligned}$$

分析の結果、図表1⁽⁵⁾に示されるとおり、活性化ダミーに対する回帰係数は有意に正であった。また、活性化ダミーと次期予想利益との交差項に対する回帰係数も有意に正であった。すなわち、定時株主総会が活性化していた企業において、企業価値が高いこと、および次期予想利益の価値関連性が高いという分析結果が得られた。以上から、定時株主総会の状況に関する情報が価値関連性を有することが観察されたといえる。

(5) 紙幅の都合上、基本統計量および相関係数に関する図表は省略している。以下同様。

図表1 定時株主総会に関する情報の価値関連性

	株主総会所要時間
切片	-0.02 (-1.13)
純資産簿価	0.99 (31.77) **
経常利益	1.83 (12.47) **
次期予想利益	1.78 (10.40) **
活性化ダミー	0.11 (5.49) **
活性化ダミー×次期予想利益	0.86 (1.92) *
修正済み R ²	0.34
N	4,025

※株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※カッコ内には White の t 値を示している。

※株主総会活性化ダミーは、その企業の1991年～1999年における株主総会の平均所要時間の1.5倍より長く、かつ60分以上である場合に1をとるダミー変数である。

※ダミー変数を除く各変数は期首の資産合計でデフレートしたうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※1%水準、5%水準で有意な値(片側検定)に、それぞれ**, *を付している。

3.2 環境に関する情報の価値関連性

大鹿(2016)の第3部(第9章～第11章)では、企業が環境配慮型の取り組みをおこなう動機について検討し、昨今の企業が、多様なステークホルダー(環境もこれに含まれる)に対してバランスよく配慮することが長期的な発展に寄与するとするステークホルダー理論(Freeman, 1984)に基づく行動をしていることを推定した。そのうえで、地球温暖化対策の推進に関する法律(いわゆる温対法)の規定に基づいて各企業が報告する温室効果ガス(特に二酸化炭素

(CO₂) 排出量データを用い、CO₂排出量と企業価値との関係を検証した。ステークホルダー理論に基づけば、環境というステークホルダーへ配慮している企業ほど企業価値が高くなるはずであるため、CO₂排出量と企業価値の間には負の関係が存在するという仮説を設定した。なお、一時的な景気後退や生産調整のような、環境対策活動以外に起因する排出量の変動の影響を除去するため、CO₂排出量総量だけではなく、売上高一単位あたりのCO₂排出量にも着目した分析をおこなった。以上に基づき、前節同様、(5)式をベースとした回帰式である(7-1)式および(7-2)式を設定した。それぞれ、(7-1)式における β_4 および(7-2)式における β_5 の係数が有意に負であれば仮説が支持される。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_4 \text{CO}_2 \text{排出量総量} + \varepsilon \end{aligned} \quad (7-1)$$

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_5 \text{売上高一単位あたりCO}_2 \text{排出量} + \varepsilon \end{aligned} \quad (7-2)$$

分析に際しては、企業のCO₂排出量として、温暖化対策推進法による事業所別温室効果ガス排出量の2006～2008年度のデータを企業ごとに集計したデータ（複数の事業所がある場合にはその合計値）を用いる。温室効果ガス排出量を報告している上場企業数は、2006年度に1,085社、2007年度に808社、そして2008年度に1,057社である。財務データと株価データは日経NEEDS-Financial QUESTから抽出した。なお、分析は、CO₂排出量の相対的に多い製造業のみを対象としている。製造業であるか非製造業であるかの分類は日経業種分類コードにしたがった。さらに、業種ごとにCO₂の排出形態が異なることを考慮し、業種ダミーを加えている。また、売上高一単位あたりのCO₂排出量の計算には、翌年度の売上高を用いた。株式時価総額およびすべての財務データは期末の資産合計でデフレートしている。株式時価総額、純資産簿価、経常利益、次期予想利益、およびCO₂排出量について対数変換するとともに、上下1%

ずつを外れ値として分析対象から除外した。分析に必要な変数がそろわない企業も除外した。以上の結果、排出量総量に関する分析については1,094社・年が、売上高一単位あたり排出量に関する分析については1,097社・年が分析対象となった。

分析結果を図表2に示している。CO₂排出量として排出量総量を用いた場合も売上高一単位あたり排出量を用いた場合も、それらの変数に対する回帰係数は有意に負、すなわちCO₂排出量の多い(少ない)企業の企業価値が低い(高い)という分析結果であった。以上から、CO₂排出量に関する情報が価値関連性を有していることが観察された。

図表2 CO₂排出量に関する情報の価値関連性

	排出量総量	売上高一単位 あたり排出量
切片	0.99 (10.66) **	0.99 (10.62) **
純資産簿価	0.46 (12.85) **	0.47 (13.17) **
経常利益	0.33 (12.36) **	0.32 (12.13) **
次期予想利益	0.15 (7.85) **	0.15 (7.94) **
CO ₂ 排出量	-0.04 (-3.53) **	-0.02 (-2.50) *
業種ダミー	あり	あり
年度ダミー	あり	あり
修正済み R ²	0.66	0.66
N	1,094	1,097

※株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※カッコ内には White の *t* 値を示している。

※各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※1%水準、5%水準で有意な値(片側検定)に、それぞれ**, *を付している。

3.3 従業員に関する情報の価値関連性

大鹿（2016）の第4部（第12章・第13章）では、Rosett（2001, 2003）の考え方を援用して、従業員に関する情報と企業価値との関連性を検証した。Rosett（2001）の着想はLev and Schwartz（1971）によるものである。Lev and Schwartz（1971）は、経済学と会計学における人的資本⁽⁶⁾の取扱いの差異に着目し、経済学では実物資産と並ぶ重要な投入要素である人的資本が、会計学では資産として認識されないため、貸借対照表には重要な資産が抜け落ちていると指摘した。さらに、企業は、ある程度の期間にわたって労働契約を維持することを（明示的であれ暗黙裡であれ）仮定しているため、各労働者の将来賃金の割引現在価値合計がオフバランスの負債の評価額として利用可能であると主張した。同時に、労働市場が十分に整備されていれば、企業が将来支払う賃金の割引現在価値合計は従業員が企業にもたらす便益と（少なくとも期待値としては）等しいはずであるため、この額を、オフバランスの資産の評価額、すなわち人的資本の評価額としても利用可能であると主張した。

Rosett（2001）では、Lev and Schwartz（1971）の主張を受け、BNA（Bureau of National Affairs）のデータベースから収集した初任給、その上昇率、従業員数などの情報に基づき、オフバランスの資産と負債の推定額となる、各労働者の将来賃金の割引現在価値合計を算定した上で、株式市場で認知されているリスク指標と人的資本の推定額との間の正の相関関係を確認した。続くRosett（2003）では、将来賃金の割引現在価値合計を推定する際に従業員数や当年度の人件費額の数値を代理変数として利用できると主張し、それを実証分析によって検証した。検証の結果は、Rosett（2001）同様、従業員数で代理される人的資本の多寡が株式市場でリスクとして認知されていることを示唆するものであった。

(6) ここではhuman capitalを人的資本と訳しているが、ここでの資本は会計上の資本ではなく、将来の便益を生み出す資源（resource）という一般的な用語として用いている。

大鹿（2016）では、人的資本の資産性に関する実証分析をおこなった。人的資本を資産性の観点から検討すると、企業はその資産を入手した時点、すなわち従業員を雇用した時点で、少なくともその資産価値以上の将来便益を期待していると考えられる。この考えに立てば、人的資本は将来の収益の源泉であるということになる。そして、前項までの分析と同様に Ohlson（1995, 2001）の考え方を前提とし、以下の(8)式の検証を通じて人的資本の資産性を実証的に分析した。(8)式の β_4 が有意に正であれば、人的資本の資産性に対する株式市場の評価が示唆される。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_4 \text{従業員数} + \varepsilon \end{aligned} \quad (8)$$

分析にあたっては、3月末を決算日とする、東京証券取引所第一部および第二部上場企業のうち、銀行・証券・保険・その他金融を除く一般事業会社を対象としている。必要なデータは日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出した。貸借対照表および損益計算書に関する数値は、2007年3月決算に関する数値を利用した。次期予想利益については、2007年3月期の決算短信において公表される、2008年3月期の経常利益に関する経営者予想を用いた。また、株式時価総額は2007年5月末時点の株価を用いて計算した。従業員数は2007年3月期の有価証券報告書に記載されている従業員数（連結ベース）によっている。なお、比率および標準偏差を除く各変数については、分散不均一性の緩和のため2007年3月期時点の資産合計でデフレートし、自然対数値を計算している。さらに、各変数について上下1%ずつを外れ値として分析対象から除外した。その結果、1,340社が分析対象となった。

図表3は実証分析の結果である。従業員数に関する回帰係数が有意に正であることから、従業員数の多い企業に対し、株式市場が、より高い株価で評価していることになる。従業員数が人的資本の代理変数であることを前提とすれ

ば、株式市場が従業員を将来の収益の源泉、すなわちオフバランスの資産と見ていることを示唆している。

図表3 従業員に関する情報の価値関連性

	予想符号	モデル (1)	モデル (2)	モデル (3)
切片	+/-	0.71 (5.51) **	1.24 (18.60) **	1.40 (15.15) **
純資産簿価	+		0.14 (4.83) **	0.13 (4.37) **
経常利益	+/-		0.13 (8.41) **	0.13 (4.89) **
次期予想利益	+		0.39 (14.17) **	0.39 (14.69) **
従業員数	+	0.33 (10.14) **		0.06 (2.71) **
業種ダミー		あり	あり	あり
修正済み R ²		0.14	0.58	0.58
N		1,340	1,340	1,340

※株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※カッコ内には White の t 値を示している。

※各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※1%水準、5%水準で有意な値（両側検定）に、それぞれ**、*を付している。

4. 開示チャンネルに関する検討

前節において紹介した実証分析の結果は、少なくともいくつかの非財務情報が価値関連性を有することを示唆している。したがって、伝統的な財務報告に追加して非財務情報を開示することを目指すという方向性は、情報利用者である投資家の利便性を高めるものと想像される。この点において、マテリアリティ、すなわち企業価値との関連性を有する情報の開示を促進する IR フレー

ムワークの主張は妥当である。しかしその一方で、非財務情報の開示チャンネルとして統合報告が有効であるか、という論点は未解決のまま残されている。前節で検証対象となった非財務情報は、すでに何らかの形で公開されている情報であり、それらが株価に織り込まれているのである。その意味では、現状の開示チャンネルを維持することで十分だとする主張もあり得るだろう。そこで、本節では、Zhou *et al.* (2015) および Christensen *et al.* (2016) に基づいて、開示チャンネルの違いが投資家の意思決定に与える影響について検討する。

Zhou *et al.* (2015) は、上場会社に対して統合報告書の作成を義務付けているヨハネスブルグ証券取引所（南アフリカ）へ上場している企業を対象に分析をおこない、統合報告書の発行と自己資本コストとの関係性を観察している。分析においては、単なる統合報告書作成の有無ではなく、IR フレームワークへの準拠性（統合の程度）を測定し、その測定値を用いている。検証結果は、統合の程度の高い統合報告書を発行することが自己資本コストの低下につながるといふ仮説を支持するものであった。

ただし、この検証結果を以て、開示チャンネルとしての統合報告書の有効性を確認したと主張するには注意が必要である。なぜなら、新規に統合報告書を作成する過程において、新情報の開示がなされている可能性が否定できず、その新情報の開示が企業と投資家との情報の非対称性を緩和させ、自己資本コストの低下に結びついたとも考えられるためである。Zhou *et al.* (2015) は、統合報告書の統合の程度の高低とアナリストの予測誤差の大小についても分析をおこない、統合の程度の高い統合報告書を発行する企業においてアナリストの予測誤差が小さいことを確認している。Zhou *et al.* (2015) は「非財務情報が財務情報と統合されることで、（アナリストのような洗練された利用者に対して）マテリアルな情報の要点を際立たせている」という主張している (p. 10) もの、企業分析を生業とするアナリストが、1か所に情報が統合されることによるメリットを強く享受するとは考えにくく、統合報告書の発行により新た

な非財務情報が開示された影響と解釈するほうが妥当だと思われる。

この点について、Christensen *et al.* (2016) は、開示内容が同一であるものの開示チャンネルが異なる情報に着目し、開示チャンネルのみの相違が株価形成に与える影響を検証している。Christensen *et al.* (2016) は、鉱業を営む企業を対象に、2010年に成立したドッド・フランク法 (Dodd-Frank Act) の影響に関する分析をおこなっている。ドッド・フランク法1503条では、鉱山の安全性に関する (違反) 情報を財務報告 (Form 10K や Form 10Q) において開示することを要求している。しかし、これらの情報は、ドッド・フランク法成立以前より、すでに鉱山安全保険管理局 (Mine Safety and Health Administration) の Web サイトでの開示を通じて一般に入手可能であった情報であるため、同法の成立が新情報を開示をもたらしたわけではなく、あくまで情報の開示チャンネルの追加が生じただけである。

分析の結果、ドッド・フランク法成立以降、鉱山における事故が有意に減少していることが観察された。このことは、事故の情報が財務報告においても開示されることで、これまで以上に世間の目につきやすくなるものと経営者が考え、実際の経営活動が影響を受けたことを示唆している。さらに、同法成立以前にはほぼゼロであった是正命令 (imminent danger order) が出された直後 5 日間の累積超過収益率は、同法成立以後には負に有意な値を示した。これらの分析結果から、同一の開示内容であっても、開示チャンネルによって投資家の反応が異なる可能性があると思われる。

5. まとめと今後の課題

本論文の前半では、非財務情報の価値関連性に関する実証分析である大鹿 (2016) の結果をまとめ、定時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が価値関連性を有していることを明らかにした。さらに前節では、価値関連性を有する非財務情報が存在することを前提とした上

で、それらの非財務情報の開示チャネルについて検討した。先行研究においては、統合報告の開示の義務化が企業の資本コストの低下と結びついていることが示されており、統合報告という開示チャネルの有用性が示唆されているとも考えられるが、統合報告の義務化によって新情報が開示されるようになった可能性も否定できない。一方で、すでに開示されていた情報について、財務報告においても開示することの効果を検証した Christensen *et al.* (2016) の分析結果は、開示チャネルによって情報の伝わり方に変化を与えるという、統合報告フレームワークの主張とも軌を一にするものであった。したがって、価値関連性を有することが実証分析を通して示された非財務情報について、すでに株主に織り込み済みであることを前提としても、統合報告を通じた開示を検討することは必要であろうと考える。

一方、開示チャネルを変えることが情報の伝わり方に影響を与えるとしても、統合報告が開示チャネルとして最善であるか、という問いは残されたままである。今後、開示チャネルと情報伝達の有効性の検証を続けるとともに、最善の情報伝達手段として統合報告が有用であるか否かについても実証的に検証する必要があると考える。以上を今後の課題としたい。

参考文献

- Christensen, Hans B., Eric Floyd, Lisa Yao Lie, and Mark Maffett (2016), "The Real Effects of Mandatory Dissemination of Non-Financial Information through Financial Reports," Working Paper No. 16-04, The University of Chicago Booth School of Business.
- Freeman, R. Edward (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman.
- IASB (2015a), *Exposure Draft (ED/2015/3) Conceptual Framework for Financial Reporting*, International Accounting Standards Board.
- IASB (2015b), *Exposure Draft (ED/2015/8) IFRS Practice Statement: Application of Materiality to Financial Statement*, International Accounting Standards Board.
- IIRC (2011), Discussion Paper, *Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*, International Integrated Reporting Committee.
- IIRC (2013a), *Materiality Background Paper for <IR>*, International Integrated Reporting Council.
- IIRC (2013b), *The International <IR> Framework*, International Integrated Reporting Council.
- Lev, Baruch, and Aba Schwartz (1971), "On the Use of Economic Concept of Human Capital in Financial Statements," *The Accounting Review*, Vol. 46, No. 1, pp. 103-112.

- 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.
- Rosett, Joshua G. (2001), "Equity Risk and Labor Stock: The Case of Union Contracts," *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 2, pp. 337-364.
- Rosett, Joshua G. (2003), "Labour Leverage, Equity Risk and Corporate Policy Choice," *European Accounting Review*, Vol. 12, Iss. 4, pp. 699-732.
- Zhou, Shan and Roger Simnett, and Wendy Green (2015), Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2600364>.
- 大越教雄 (2012) 「買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価」『管理会計学』第20巻, 第1号, 23-35頁.
- 大鹿智基 (2016) 『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—』学位申請論文, 早稲田大学大学院商学研究科.
- 商事法務 (1984-2015) 『資料版商事法務』第1号-第377号.
- 商事法務 (2006-2011) 「株主総会白書」『旬刊商事法務』臨時増刊号.