

### Ⅲ 研究グループ報告（最終報告）

## 非財務情報の開示と企業価値

主 査： 大鹿 智基（早稲田大学）  
委 員： 内山 哲彦（青山学院大学）  
大森 明（横浜国立大学）  
齋尾 浩一朗（KPMG あずさサステナビリティ）  
阪 智香（関西学院大学）  
目時 壮浩（早稲田大学）  
矢内 一利（青山学院大学）  
若林 利明（早稲田大学）  
Frendy（名古屋商科大学）

### 要 旨

ここ数年で、非財務情報の開示（特に財務資本提供者の意思決定有用性を目的とする非財務情報の開示）の制度化に向けた議論が活発におこなわれるようになった。国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を中心に、開示内容に関する基準の策定も進められている。わが国でも、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が設立され、国内基準に関する議論がなされている。非財務情報の開示を拡充すること自体についての大きな異論は無いだろうが、その具体的なプロセスにおいては検討すべき課題が残されている。

本研究グループでは、非財務情報開示のあり方について、開示する経営者の立場と、開示された情報を利用する投資家の立場の双方から検討をおこなうことを目指した。また、モデル分析、実証分析、インタビュー調査、質問票調査など、複数の研究アプローチを併用した。

紙幅の都合上、本最終報告では中間報告の内容を繰り返すことはせず、その後の研究内容の概要を紹介する（詳細は、別途作成した最終報告書を参照いただきたい）。まず、本研究グループとしての 2 つ目の実証分析の結果を報告する。各企業の現状のディスクロージャーを IFRS S2 への適合性（conformity）に着目して尺度化したうえで、それらの尺度の株式時価総額の関連性や企業特性との関連性を検証している。続いて、サステナビリティ情報開示の取り組みに関する質問票調査の概要について、具体的な質問項目およびその選定理由、調査対象・期間、調査後の分析内容、現時点での課題などについて示す。

その後、管理会計の視点から見た非財務情報開示について検討する。有用な非財務情報開示がおこなわれるようになるには、企業の側が積極的な開示姿勢を持つことが重要であり、その動機付けとして、非財務情報の開示が開示する側の企業にとっても有益であることを納得してもらう必要があるだろう。その第一歩として、現状、企業がどのように非財務情報開示を捉えているのかについてインタビュー調査をおこなった。最後に、非財務情報の基準化・制度化のプロセスにおいて、研究者が果たすべき役割または研究者に果たしてほしいと思われる役割について検討した結果を提示する。

## I 研究の背景と目的、最終報告の概要

近年、非財務情報開示に関する基準化<sup>①</sup>・制度化<sup>②</sup>が急速に進行中である。環境関連情報を中心とする非財務情報、特に財務資本提供者視点での非財務情報の開示への需要が高まり、統合報告フレームワークを代表とするルール策定へとつながったものの、様々な開示基準が作られるようになったことが開示側、利用者側双方の負担を増大させ、非効率性を生み出した。その後、中間報告において振り返ったような変遷を経て、財務資本提供者向けの非財務情報の開示に関する検討をISSBが中心となって進めることになった。すでに、IFRS S1およびS2が動き出し、大きな変革が続いている。その過程において、本研究グループの名称に含まれる「非財務情報」という用語も、「サステナビリティ関連財務情報」という名称に統一されつつある<sup>③</sup>。

わが国においても、2021年9月に開催された金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」へ依頼された諮問事項の中に、企業と投資家との間の建設的な対話を通じた、企業の中長期的な成長を促すための開示情報としてのサステナビリティ情報に関する検討が含まれており、基準化・制度化が急がれることになった。国際的な流れも受け、2022年7月には財務会計基準機構（FASB）の下に、国内基準の開発と国際的な発信をおこなうためのサステナビリティ基準委員会（SSBJ）が設立された。さらに、金融審議会「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」において、2027年3月期から時価総額3兆円以上のプライム市場上場企業でのSSBJ基準適用が提案されるなど（金融審議会、2024）、非財務情報の開示が充実す

る方向で進んでいる。その最初の一步として、昨年（2023年）発行された有価証券報告書において、気候変動や人的資本に関する非財務情報の開示が求められるようになった。

中間報告においても述べたとおり、そもそも、非財務情報に対する需要が高まっている背景には、株式投資家が企業価値評価をおこなう際の、伝統的な財務情報の有用性／重要性が低下していること、すなわち、伝統的な財務情報だけでは企業価値評価ができなくなっていることが挙げられる。それには、主に以下の3つの要因が関係していると考えられる。

まず1つ目は、バリュー・ドライバー、すなわち企業価値の決定因子の時代的な変化である。企業のビジネスモデルが変容したことによって、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、その企業の将来利益や将来キャッシュフローの予測、すなわち株主が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り、その補完情報として非財務情報に対する需要が生じている。

2つ目の要因は、株式投資家の近視眼的かつ株主至上主義の投資行動に対する批判が、中長期的な視点に基づく企業との建設的な対話の要請へつながり、未来志向の情報の必要性が増大したことである。厳密な制度の下で開示情報が決定される財務情報では取り込むことが難しい将来情報を、非財務情報として開示することへの需要が生じた。

3つ目の要因は、ステークホルダー観の変化である。株主と経営者の関係に関する伝統的な考え方下では、「企業は株主のものであるので、企業は株主価値の最大化のために努力する必要がある」という株主主権型モデルが主張されてきた。これに対し、Freeman [1984] が提唱し、Donaldson and Preston [1995] や

Friedman and Miles [2002, 2006] によって発展されたステークホルダー理論では、株主だけでなく多様なステークホルダーについてもバランスよく考慮することが企業の長期的な発展につながると主張されている。すなわち、環境、顧客、従業員、さらに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るようになった。結果として、その状況を伝達するための非財務情報への需要が高まることとなった。

以上の背景を踏まえれば、非財務情報の開示を拡充すること自体について異論は無いだろう。しかし、その具体的なプロセスにおいては検討すべき課題が多く残されている。そこで、本研究グループは、非財務情報の開示のあり方について、企業価値との関連性という視点を中心に、情報の作成および利用に携わる複数の関係者の立場から、制度論、質問票調査、モデル分析、実証分析などのアプローチを用いて複合的に検討することを目指した。

当初設定したリサーチ・クエスション（以下、RQ）は、

- ① 開示項目の決定方法（何を開示すべきか）
- ② 開示内容の信頼性確保の方法（どこまで、どのように正確な情報にすべきか）
- ③ 開示の範囲の決定方法（どこまで開示すべきか）
- ④ 企業価値向上との関連性（開示は企業にとってメリットがあるか）

の4つである。RQ①およびRQ②は、主として制度会計および資本市場研究の視点から、RQ③およびRQ④は、主としてモデル分析を含

む管理会計の視点から研究を進めた。

以上のRQについて実施した2年間の研究の成果である本最終報告の構成は以下のとおりである。

まず、次のIIでは、本研究グループにおいて実施した2つ目の実証分析の成果を紹介する（1つ目の実証分析については中間報告参照）。具体的には、IFRS S2への適合性（conformity）を基に、各企業の現状のディスクロージャーが、IFRS S2に適合している程度や、IFRS S2の要求水準を超えた開示となっている程度を尺度化したうえで、それらの尺度の株式時価総額の関連性を検証している。合わせて、企業の特性と上述の尺度との関連性も分析する。従来の実証分析と比べ、IFRS S2という、具体的な開示基準との関係でディスクロージャーの程度を尺度化したことや、（その結果として）業種別の分析が行われているという点において新規性のある実証分析をおこなっている。

続くIIIでは、サステナビリティ情報開示の取り組みに関する質問票調査の概要を説明する。具体的な質問項目およびその選定理由、調査対象・期間、調査後の分析内容、現時点での課題などについて示す。非財務情報の制度化が不可逆的に拡大・拡充する方向である中で、実際に開示をおこなう企業の側でどのような準備がおこなわれているのか、その現状を明らかにすることを目指している。

IVでは、管理会計の視点から非財務情報について検討する。これまで行われてきた実証分析の多くが非財務情報の開示と株式時価総額との正の関連性を示す一方で、開示する側である企業の経営者の中には、開示負担の増大に対する懸念を有する者もいるようである。今後、有用な非財務情報開示を達成するためには、企業の側が積極的な開示姿勢を持つことが重要であるし、その動機付けのために、非財務情報の

開示が開示する側の企業にとっても有益であることを納得してもらう必要があるだろう。その第一歩として、現状、企業がどのように非財務情報開示を捉えているのかについてインタビュー調査をおこなった。その結果を示す。

最後のVでは、非財務情報の基準化・制度化のプロセスにおいて、研究者が果たすべき役割または研究者に果たしてほしいと思われる役割についてまとめる。研究者自らの視点、実務家からの視点、さらに制度設計者の視点、に分けて考察した。

## II Empirical Research on the Value Relevance of Japanese Firms Conformance to the IFRS S2 Climate-Related Disclosures<sup>(4)</sup>

Japan has one of the fastest-growing and highest number of companies that disclose ESG information among other developed economies (KPMG, 2021). The convergence of global standards on sustainability disclosures has gained momentum with the International Sustainability Standards Board (ISSB) issuing its foundational standards on sustainability reporting - IFRS S1 and S2 - in June 2023. Both the IFRS S1 and S2 standards serve as a baseline for individual countries and jurisdictions, including Japan, to begin adopting the reporting standards as early as 2025 (Toplensky, 2023). The research on the value relevance of the IFRS standards is timely as the Sustainability Standards Board of Japan (SSBJ) published exposure drafts of the Sustainability Disclosure Universal Standards and the Sustainability Disclosure Theme-

specific Standards in March 2024 to create Japanese standards that are equivalent to IFRS S1 and S2 (SSBJ, 2024).

To the best of our knowledge, there has been no empirical evidence that analyzed the impact of firms' conformity with the IFRS S2 quantitative environmental disclosures on firm value. The following hypothesis H1a examined the relationship between stock price and the firm's conformance with the IFRS S2 climate-related disclosures.

*H1a: The share price is positively associated with the absolute measure of the firm's conformance with the IFRS S2 Climate-related Disclosures.*

The following alternative hypothesis H1b considers the firm's conformance with the IFRS S2 that is relevant to the industry metrics and argues that the relevant and surplus disclosures provide more granular and firm-specific information that is useful for investors as indicators for investment risks or opportunities.

*H1b: For a firm that discloses IFRS S2 relevant metrics, the share price is positively associated with the surplus measure of the firm's conformance with the relevant IFRS S2 Climate-related Disclosures.*

Several firm-specific characteristics such as environmental performance, financial structure, and corporate governance could affect the extent of quantitative CSR disclosures

(Gao *et al.*, 2016). We hypothesize that several firm-level financial, emission, and financial reporting characteristics — company size, profitability, emissions, environmental fines, and adoption of IFRS — could determine the extent of IFRS S2 disclosure conformance. Accordingly, the following alternative hypothesis H2 is proposed:

*H2:* Firm-level financial, emission, and financial reporting characteristics — company size, profitability, emissions, environmental fines, and adoption of IFRS — are associated with the *firm's conformance with the relevant IFRS S2 Climate-related Disclosures*.

We follow Giner *et al.* [2020] to construct the IFRS S2 Disclosure Conformance Index (*DCI*) to measure the extent to which environmental corporate disclosure at the firm level conforms to the quantitative disclosure metrics recommended by the IFRS S2 Industry-based Guidance on Implementing Climate-related Disclosures document (IFRS, 2023). Prior empirical research has employed a similar index to assess the quality of environmental disclosures that is based on the Global Reporting Initiative (GRI) (Clarkson *et al.*, 2008).

The *DCI* variable represents an *absolute* measure of the company's disclosure conformance to the IFRS S2 standard that considers *all* quantitative environmental metrics disclosed by the company, regardless of whether the disclosed metrics are relevant to the industry-based metrics. we recalculate

the conformance index to incorporate only disclosure metrics that are considered *relevant* according to IFRS S2. We calculate the *SurplusDCI* variable to measure the extent of relevant surplus quantitative environmental disclosure metrics after *excluding* firms with disclosures that do not match any of the IFRS S2 industry-based metrics guidance. A final sample of 17,737 firm-year observations from 9 fiscal years that consist of 2,158 unique firms and 10 industries is obtained.

Our study employs the modified Ohlson [1995, 2001] value relevance model that estimates the market value of equity from equity book value, current earnings, persistence of earnings, and other information as determinants of company value. Higher earnings value relevance is defined as the increase in the ability of current earnings to predict future earnings (Baboukardos and Rimmel, 2016).

Results show 51.3% of the sample disclosed at least one quantitative environmental metric that is relevant per IFRS S2 and the rest of the sample did not disclose any environmental metric that match the IFRS documentation. Firms with *NonRelevantDisc* equal to 0 (i.e., firms whose disclosures match sector-relevant disclosures) have significantly higher mean values for market value (*MV*), book value (*BV*), net income (*NI*), forecasted net income (*forNI*), disclosure conformance index (*DCI*), total assets (*TA*), and total assets (*TA*) compared to firms with *NonRelevantDisc* equal to 1. Firms with *NonRelevantDisc* equal to 0 also have a higher

proportion of environmental violations (*EnvVio*) and IFRS adoption (*IFRS*) compared to firms with *NonRelevantDisc* equal to 1.

The regression estimates results suggest that overall conformance to IFRS S2 disclosure standards is value-relevant for investors, and higher levels of conformance are associated with higher stock prices. However, for the subsample of firms whose disclosures do not match IFRS S2 sector-relevant metrics (*NonRelevantDisc* = 1), overall disclosure conformance is not value-relevant for these firms. The higher coefficients of the *SurplusDCI* compared to *DCI* suggest that surplus disclosures have a greater value relevance than overall conformance for firms whose disclosures match IFRS S2 metrics. These surplus disclosures likely provide firm-specific information that is more useful for equity investors to assess the firm's environmental performance and its potential impact on business risks or opportunities.

The regression estimates on the determinants of the absolute IFRS S2 disclosure conformance show that the coefficient of *lnTA* is positively and significantly associated with *DCI*, suggesting that larger firms have higher conformance to IFRS S2. The relationship between profitability and conformance to IFRS S2 environmental disclosure requirements (*DCI* and *SurplusDCI*) varies depending on the scope of the emission. More profitable firms tend to have lower conformance to IFRS S2 when considering total GHG emissions. In contrast, profitability does not significantly influence firms' conformance to IFRS S2 when scope 1 emissions are

considered. This difference could arise because scope 1 emissions are more directly linked to a firm's operations and are within the firm's direct control, making them a more relevant issue for all firms to disclose regardless of their financial performance.

### Ⅲ サステナビリティ情報開示の 取り組みに関する質問票調査

近年、サステナビリティ報告書の開示などにより、非財務情報の開示が進んでいる。このような状況下においては、非財務情報の開示に対する株式市場での評価も進んでいるものと考えられる。

中間報告でも述べたように、本研究グループではサステナビリティ情報開示の取り組みに関する質問票調査（以下では「質問票調査」とする）を行い、回答結果について統計的な分析を行う。また、質問票調査により得られたデータベースを通じて、入手が難しい非財務情報の株式市場における評価についても検証を行う予定である。非財務情報の開示と企業価値との関連についての検証では、太田 [2002] や矢内 [2006] 等の先行研究に基づき、株価を説明する会計情報として純資産簿価、当期利益、経営者予想利益をまず用いる。その上で、回答結果を用いて作成した説明変数を用いて、非財務情報が株価を説明する追加的な要因になっているかどうかについて検証する予定である。

分析結果をとりまとめることで、①開示すべき非財務情報項目の提案の一助になる、②現に進行中である非財務情報の開示における課題を明らかにできるという貢献ができると考えられる。

以下では、今後行う予定の質問票調査の内容について、その概要を説明する。

## 1. 調査対象

本研究グループにおける質問票調査において調査対象とするのは、東証プライム市場に上場している企業である。『CSR 企業総覧 2024 年度版』によれば、調査対象企業である東証プライム市場に上場している企業では、サステナビリティ推進室（推進部）または ESG 推進室（推進部）を設置している企業が多い。そのため、サステナビリティ推進室・ESG 推進室、またはこれらに相当する部署に質問票の回答を依頼する予定である。

## 2. 質問票の内容

企業価値を向上させるためには、非財務情報の開示を行うためのガバナンス体制の構築や、投資家との積極的なエンゲージメントを行うことが必要と考えられる。また、サステナビリティに関連するデータを正確に広範囲から収集し、定量データを算定することも必要と考えられる。さらに、非財務情報の開示が企業価値の向上に結びついている企業では、特定したマテリアリティに対する中長期的な目標を設定し、サステナビリティに関連するデータを経営戦略に用いている可能性も言えよう。加えて、このような企業では非財務情報の開示に際しての第三者保証に対する準備状況も整っていると考えられる。これらを踏まえ、質問票の内容は以下に記載してあるものになっている。

### (1) サステナビリティ・ガバナンス

質問票調査における「サステナビリティ・ガバナンス」では、非財務情報を開示する企業がサステナビリティを推進するための専門組織を設置し、サステナビリティ・ガバナンスにどれだけ注力しているかを明らかにすることを目的としている。

具体的には、サステナビリティ委員会のよう

なサステナビリティを推進するための専門組織の設置の有無についての質問項目を設定し、サステナビリティを推進するための専門組織を設置している場合は設置した専門組織の長や構成メンバー、専門組織における会議の開催頻度、専門組織における組織上の位置づけについての質問項目を設けている。これらの質問項目により、企業のトップが専門組織に積極的に関わっているかどうかについてや、サステナビリティを推進するための専門組織が企業内で重要な位置づけにあるかどうかなどについて明らかにし、その上で、このようなサステナビリティ・ガバナンスを行うことが企業価値の向上に結びついているかどうかを検証する予定である。

また、人員の不足、他部門との連携不足、本社内の知識格差など、サステナビリティを推進するための専門組織が現在直面している課題についても質問項目を設け、専門組織が現在直面しているサステナビリティ・ガバナンスの課題を特定していくことを予定している。

### (2) エンゲージメント（対話）

質問票調査における「エンゲージメント」では、エンゲージメントの対象としてどのステークホルダーを最も重視しているのかについてや、サステナビリティのテーマのみで実施したサステナビリティ活動の説明会の開催頻度などについての質問項目を設けている。また、ステークホルダーとのエンゲージメントで得られた意見をもとに、取締役会が関係部門に対してフィードバックを行っているか否かについても質問項目を設定している。これらの質問項目の回答結果をもとに、エンゲージメントと企業価値との関係を明らかにしていく予定である。

### (3) サステナビリティに関連するデータの収集

非財務情報の開示が企業価値を高めるためには、サステナビリティに関連するデータを効率的かつ広範囲に収集することや、データの正確性が高いことが重要であると考えられる。また、そのような企業では、データを収集する上での体制が整っていることや、データを経営戦略に生かすことを行っていることが予想される。

以上から、質問票調査における「サステナビリティに関連するデータの収集」では、親会社・海外連結対象会社・国内連結対象会社内(企業グループ内)全体のサステナビリティに関連するデータを統括管理する部署がサステナビリティを推進するための専門組織内において設置されているかどうかについて、まず質問項目を設けている。その上で、データの収集・分析等に必要人材のトレーニングの進捗、データ収集のマニュアルの導入の有無についての質問項目を設定した。

また、企業グループ外(サプライチェーンやバリューチェーン)から効率的にデータを収集するためのシステムの整備、企業グループ外から収集するデータの算定範囲や方法等の算定ルールの特標準化、関連部署で連携してデータの正確性や網羅性を担保するためのチェックや、データの製品ポートフォリオの検討や経営資源配分の検討等の経営戦略への活用を行っているかどうかについても質問項目も設けている。

### (4) マテリアリティ・KPI

質問票調査における「マテリアリティ・KPI」では、マテリアリティと特定したマテリアリティに対して設定した非財務の KPI の(サステナビリティ報告書等の)媒体における開示につ

いて質問項目を設定している。特に、マテリアリティについては、どの媒体で開示を行っており、かつ 2022 年度以前と比べて 2023 年度において開示している媒体の数が増加しているかどうかについて、質問項目を設けている。これらの質問項目により、マテリアリティを開示している媒体の数の変化が企業価値の向上に結びついているかどうかを見ていく予定である。

また、特定したマテリアリティに対する取り組み(戦略)、特定したマテリアリティに対する中長期的な目標、非財務の KPI の達成度評価が統合報告書等において記載されているかどうかについての質問項目を設けることで、これらの開示が企業価値の向上に結びついているかどうかを検証する予定である。

加えて、非財務情報の開示が企業価値の向上に結びついている企業では、非財務の KPI を役員報酬の設定に反映している可能性がある。そのため、役員報酬の設定における非財務の KPI の反映の有無、役員報酬に反映される非財務の KPI の媒体における開示、非財務の KPI が役員報酬の設定に何%反映されているのかについて、質問項目を設けている。特に、役員報酬に反映される非財務の KPI の媒体における開示については、2022 年度以前と比べて、2023 年度で KPI が開示される媒体の数が増加しているかどうかについての質問を行うこととしている。

### (5) 開示

質問票調査における「開示」では、TCFD 提言が開示を推奨する 12 の項目、気候変動に係るリスクと機会が影響を与える(売上高減などの)項目、(シナリオ分析等による)気候変動に係るリスクと機会が自社に与える影響の大きさ、人権方針やコミットメント、企業グルー

プまたは企業グループ外における（社員への人権教育などの）人権デュー・ディリジェンスの具体的な取り組み、生物多様性・自然資本について、統合報告書等にどの程度開示（記載）しているのかについての質問項目を設けている。特に、TCFD 提言が開示を推奨する 12 の項目、人権方針やコミットメントについては、どの媒体で開示を行っており、かつ 2022 年度以前と比べて 2023 年度において開示している媒体の数が増加しているかどうかについて質問を行う。これらの質問を行うことで、開示の進捗が企業価値の向上に結びついているかどうかについて、検証を行う予定である。

また、サステナビリティ情報開示に対して、サステナビリティを推進するための戦略策定に関する作業負荷の増大や開示されるサステナビリティ情報と財務情報とのリンクの不明確さなどの、現時点で課題になっていると考えられるものについての質問項目を設け、非財務情報の開示を企業価値の向上に結びつける際の課題を明らかにする予定である。

#### (6) 第三者保証に対する準備状況

先にも述べたように、非財務情報の開示が企業価値向上に結びついている企業では、第三者保証に対する準備状況も整っていると考えられる。これを踏まえ、質問票調査における「第三者保証に対する準備状況」では、第三者保証に対する準備状況に焦点をあて、質問項目を設定した。具体的には、第三者保証の保証業務実施者の近年における変化、保証業務の専門家の人材拡充、特定したマテリアリティと保証対象の非財務の定量データ（指標）との関係性の整理の実行を行っているかどうか、第三者保証を受けるべき非財務の定量データ（指標）の優先順位の設定を行っているかどうかについて、質問項目を設けている。これに関連して、サステ

ナビリティ関連情報の内部統制の整備状況の進捗の度合いについても質問項目も設けている。

また、データがどれくらい外部保証を受けているかを見るため、外部保証を受けている環境系・社会系の定量データを特定するための質問項目も設定している。

以上の質問項目を設定することで、第三者保証に対する準備が整っている企業では、非財務情報の開示が企業価値の向上に結びついているかどうかについて、検証を行うことを考えている。

## IV 非財務情報を利用した管理会計研究

企業の ESG 情報開示が進む一方で、ESG を組織のマネジメントシステムである管理会計とどのように関連付け、これを設計・運用する必要があるのかについては、これまでのところ、理論・実務の双方において十分な知見が得られていない。カーボンニュートラルや人的資本投資への対応は、資金調達や取引関係にも重大な影響を及ぼすことから、もはや企業が取り組むべき必須の活動となりつつある。しかしながら、ESG への取り組みは、少なからぬ投資が求められる一方で、その成果を財務的に捉えることは極めて困難である。それゆえ、これを効果的にマネジメントし、組織の価値向上へと結びつけるためには、ESG と企業のマネジメントシステムである管理会計の有機的な連携を図るための理論的枠組みや、その具体的手段が明らかにされなければならない。

研究プロジェクト 2 年度目では、ESG（特に人的資本開示）と管理会計の有機的な連携に関するインタビュー調査を実施した。以下では、その内容と結果を説明する。

### (1) 人的資本 KPI と財務業績・企業価値の向上の連携の重要性

人的資本投資への対応は、企業が取り組むべき必須の活動となりつつある一方、ESG への取り組みは、その成果を財務的に捉えることが困難である。そこで、人的資本への投資や人的資本のマネジメントを組織の価値向上へと結びつけるために、ESG と企業のマネジメントシステムである管理会計の有機的な連携を検討する。具体的には、人的資本に関する開示と管理会計、あるいは広く組織のマネジメントシステムとの関係を探索的に明らかにする。

人的資本投資を企業価値の向上に結びつけるためには、人的資本 KPI を、業績評価や予算、意思決定システムなどのマネジメントシステムに結びつける必要があると考えられる。先に取り上げた非財務情報可視化研究会 [2022] において提示された逆 ROIC ツリーモデル (非財務情報可視化研究会 [2022], p.40) では、財務業績を分解し、これを人的資本に関する KPI へ落とし込むことによって、人的資本への取り組みと組織業績の有機的な連携を図るこ

とが期待されている。

ただし、このような人的資本関連の KPI やその設定・開示が財務業績の向上をもたらすという経験的な証拠はいまのところほぼ確認されておらず、さらには、財務業績向上に必要と考えられる、人的資本 KPI と業績評価や予算、意思決定などのマネジメントシステムとの連携の実態も明らかではない。さらには、各企業が持つ目的や目標、戦略から見た、因果連鎖やロジックに基づく人材像によって導かれる人的資本 KPI が必要である (内山 [2021], p.87)。

### (2) インタビュー調査の概要

そこで、人的資本 KPI と管理会計とがどのように結びつけられているのかを明らかにするべく、人的資本開示に積極的に取り組む、複数の東証プライム上場企業へのインタビュー調査を行った。調査対象企業の概要は、図表IV-1 のとおりである。また、調査の時期は 2024 年 8 月であり、インタビューの時間は各企業 1 時間ほどである。

図表IV-1 インタビュー調査企業一覧

企業	業種分類	人的資本経営への取り組み状況
A 社	機械	Human Capital Report を公表, ISO30414 取得
B 社	保険業	Human Capital Report を公表, 人的資本 KPI を多数開示
C 社	小売業	統合レポートにて人的資本経営を企業価値創造の中核に
D 社	化学	人的資本経営で受賞, 人的資本 KPI を多数開示

出典：筆者作成

調査にあたっては、①人的資本 KPI とマネジメントシステム (管理会計) との連携、②人的資本 KPI と財務 KPI との関係性、③人的資本経営の成果指標および主管部門という、大きく 3 つのテーマのもと、筆者の調査目的や質問内容を示したうえで実施する、半構造化インタ

ビューを行った。

### (3) 人的資本 KPI とマネジメントシステム (管理会計) との連携

人的資本経営に積極的に取り組み、また Human Capital Report や統合報告書などで人

的資本経営や人的資本 KPI などを開示している企業をインタビュー調査対象として選定しているが、人的資本 KPI の開示は進む一方で、管理会計との部分的連携が確認されたのは 1 社のみであった。そこでは、人的資本投資を戦略投資と位置づけ、有形財と同様に、人的資本投資にもハードルレートを設定し、投資回収計算を実施している（新規事業・サービスにおける人件費支出・教育研修費と、新規事業・サービスから得られる限界利益を使用）。また、個人の業績評価をバリュー評価（企業の価値観やミッションへの貢献度）とパフォーマンス評価を通じて行うことで、中長期的な評価と短期的な評価のバランスを図り、パフォーマンス評価の一部には人的資本 KPI を連携させている。

一方で、インタビュー調査からは、人的資本 KPI を各種の評価と結び付けることに否定的な企業も観察された。一例として、KPI は経営陣が全社的な進捗を把握するための指標であることから、現場での直接的な評価に使用されるべきではない、という考え方である。そのような見解の理由として、人的資本 KPI の一つであるエンゲージメントスコアを業績評価と結び付けることで、スコアを上げることで自体が目的化してしまい、本来のエンゲージメントの状況が見えなくなるおそれがあることがあげられる。

また、人的資本 KPI の測定・報告のための情報システムが成熟しておらず、月次での進捗管理が困難であるという企業も見られた。

#### (4) 人的資本 KPI と財務 KPI との関係性

財務業績ないし財務 KPI と人的資本 KPI に関しては、(2) で言及した逆 ROIC ツリーモデルのように、有機的な連携が取れた形での関係性が構築されていることが望ましい。この点に関し、インタビュー対象企業では、人的資本経

営の進展を図る上でも、また投資家等への説明のためにも、両者の KPI の関係について重要性を認識する姿勢がみられた。

一方、人的資本経営と財務業績との関係性を統計的に因果関係として分析することは難しいという認識を示す企業も多かった。それでもこれらの企業は、人的資本 ROI 等の財務関連の指標を設定し、人的資本の投資対効果の把握に努めていることが明らかにされた。この人的資本 ROI に関しても、人的資本報告の国際的指針である ISO30414 (ISO [2018]) において示されているものの他に、企業や業種の特性に応じて設定するところもみられた。

次に人的資本 KPI に関しては、教育や研修などを通じて社員の能力向上を図るようなものと、ダイバーシティ&インクルージョンの追求や人的資本の土台を形成する企業文化の醸成といったウェルビーイングの観点を重視するものと 2 方向があることが各企業において認識されていた。この 2 方向の KPI は、前者が比較的短期間で財務業績への反映が期待される一方で、後者はその反映までの期間が長いという点に違いがみられる。ヒアリング対象企業のいずれにおいても、人的資本経営を浸透させる際に企業文化や風土が極めて重要であると認識しており、企業文化の変革を促進させる人的資本 KPI を設定するところも多くみられた。

欧米企業における大企業の人事担当者に対するアンケートやインタビュー調査を踏まえて分析した Gates and Langevin [2010] によれば、人的資本経営が進展している企業ほど財務を含めた企業業績が高いという結果が示されているように、多くの企業では人的資本と財務業績との関係性を明らかにしたいという動機は強い。その一方、その統計的因果関係の解明についての困難さを感じていることが我々

のインタビューから明らかになっている。特に人的資本 KPI の 2 方向的性質を踏まえると、両者の関係性の解明は引き続き重要な研究課題として位置付けられる。

#### (5) 人的資本経営の成果指標と主管部門

人的資本経営は、対象が従業員であるということから人事部門が中心的な役割を担うことが考えられる一方、企業価値向上に向けた組織戦略と高度に関係することから経営企画部門が中心的な役割を担うことも考えられる。インタビュー対象の 4 社のうち、人的資本経営の主管部門が人事部門であるのが 2 社、経営企画部門であるのが 2 社と二分された。

まず、人事部門が主管部門である企業の場合の成果指標とマネジメントコントロールの考え方について取り上げる。人事部門が主管する企業では、人事部門が全社的な人的資本戦略の策定から実行までを担っており、人的資本 KPI の設定と進捗管理も担っている。ただし、KPI の設定においては全社的な経営戦略との整合性確保のために経営企画部門やサステナビリティ関連部門との協力、連携が重要とのことである。他方もう 1 社については、人的資本経営に着手し始めた段階ということもあり、人的資本 KPI や成果指標については、ISO30414 のように国際的な人的資本報告の枠組に基づいて行っており、内部管理目的よりも外部報告目的の比重が高い。これらの人的資本 KPI に関しては進捗状況を管理することは行っており、その結果を社内外で報告するものの、それらを部門等の現場の業績評価基準として運用することには消極的な姿勢が見られた。また、人的資本の企業価値への貢献を測定するために財務 KPI との関係性を可視化することについても、その重要性については認識しつつも両者の関係性を厳格に示すことについては比較

的消極的であった。

次に経営企画部門を人的資本経営の主管部門とする 2 社について取り上げる。両社とも、人的資本 KPI がどのように財務業績に結び付くかということ定量的に評価する仕組みを構築している。経営企画部門と人事部門の連携が強化され、これらの評価を定期的にモニタリングして、改善を行っており、経営層の戦略的意思決定に結び付いているという。さらにもう 1 社では、上述の通りロジックモデルを設定し、人的資本経営を含めたサステナビリティ経営全般と財務業績との関係性を可視化し、KPI 管理を通じて財務目標と連動させている。それにより人的資本経営と経営戦略の統合が図られている。また、これらの 2 社では、人的資本経営において CFO が重要な役割を果たしており、人的資本経営を含めたサステナビリティ経営を CFO が所管しているところもあり、長期的な視点で人的資本投資が企業価値を高めるかという点が重視されている。

ここまで見てくると、経営企画部門を主管部門とする企業では、マネジメントコントロールの見地からも特徴を見出すことができそうである。近年では主流となってきたパッケージとしてのマネジメントコントロールの代表的研究である Malmi and Brown [2008] では、図表 IV-2 に示したように、管理的コントロール、経営計画、サイバネティックコントロール、報酬・俸給および文化によるコントロールという 5 つの手段が複合的に展開されることで組織目標の達成に貢献するとしている。今回取り上げた経営企画部門が主管となっている 2 社は、サイバネティックコントロールと経営計画の中核を担いつつ、人事部門との連携を通じて報酬・報償と管理的コントロールを展開しているように捉えられる。そして、これはヒアリング対象 4 社すべてに言えることであるが、企

業価値向上に向けて組織目標を達成するために、従業員の自発的な活動を促したり、教えあいを育むなどの企業文化・風土の醸成を重要と考慮しており、それを人的資本経営の中核に置

ている。このことは、人的資本経営についてパッケージとしてのマネジメントコントロールを展開する役立ちが示唆されていると解することができる。

図表IV-2 Malmi and Brown [2008] によるマネジメントコントロール・パッケージ

文化的コントロール						
クランコントロール		価値によるコントロール			シンボルによるコントロール	
経営計画		サイバネティックコントロール				報酬・報償
長期計画	短期事業計画	企業予算	財務業績測定システム	非財務業績測定システム	ハイブリッドな業績測定システム	
管理コントロール						
ガバナンス構造		組織構造			方針・手続き	

出典：Malmi and Brown [2008] p. 291 筆者訳

企業インタビューを通じ、いずれの企業も人的資本関連情報の収集を行い、KPIの設定を行い、さらに経営戦略との関係性を考慮し、情報開示を積極的に行いつつあることが分かったが、人的資本 KPI、マネジメントや管理会計との関係性については、いずれの企業も進み方の程度の違いはあるものの、試行錯誤している段階にあるといえる。他方、今回はわずか4社というインタビュー対象ではあったが、いずれも自社の企業価値向上に向けた組織目標の達成には、従業員を当該目標に向けて動かすベースとして企業文化・風土の醸成が重要であると捉えていたことは、人的資本経営を考える上で示唆を提供していると考えられる。他方、4社の人的資本経営の展開に関しては粒度の違いがみられた。具体的には、企業文化、人的資本経営の経営全体での位置づけ、人的資本経営の練度などである。

今回の研究は、ESG 情報という非財務情報と管理会計との関係性を明らかにする研究の第一歩を踏み出したに過ぎない。本研究結果を踏まえ、今後は調査の拡大、継続と深堀を行う

必要があると認識している。具体的には、調査対象の規模や業種等を広げて多くの企業に共通する部分と異なる部分を明らかにするとともに、特定の企業の人的資本経営等のサステナビリティ経営を長期間研究することで、マネジメントの練度と開示内容の深化について継続的に見ていくことにしたい。

## V 非財務情報に関する制度設計における研究者の役割

非財務情報の基準化・制度化が進行する中で、研究者はどのような役割を果たすべきなのだろうか、また果たせるのだろうか。研究者は、非財務情報の作成者ではないし、利用者でもない<sup>6)</sup>。制度設計者（基準設定主体や、その推進主体）の一部に参画することはあろうが、マジョリティになるわけではない。

そこで本節では、実務家や制度設計者が研究者に求めている役割や、研究者自身が貢献できると考えている役割を、あくまで執筆者の考えや、執筆者の周囲にいた者へのヒアリングの結

果としてまとめてみたい。

## 1. 実務家視点からの研究者への期待

### (1) 背景

実務家、特に、企業の開示をサポートする立場の実務家からは、中立的な立場からの、科学的・統計的な分析に基づくエビデンス・ベースでの情報発信に対する期待が寄せられた。

その背景として、一国のGDPを上回る規模の売上を計上する企業が地球や人類に与える影響は非常に大きくなっており、彼らがサステナビリティ課題に本気で取り組むことが課題解決の可能性を大きく高めるであろうことが挙げられる。大規模の資産を運用する機関投資家についても同様である。これらのステークホルダーが積極的にサステナビリティ課題に取り組むことを促進するための仕組みの一つが非財務情報開示に関する制度設計である。その制度が納得感を持って受け入れられるために、理論的・実証的な裏付けを持った研究・提言を提示できる研究者の役割は大きい。

### (2) 研究課題のアイデア

具体的に挙げられた研究課題のアイデアは以下のとおりである。なお、文意に影響のない範囲で一部表現を変えている。

- ・ 基準設計において国家間や地域間の駆け引きによって開示内容の有利・不利が生まれないよう、中立的な立場からの制度作りに関する研究
- ・ 開示する企業にとって、過度な開示を避け、ステークホルダーが意思決定をおこなううえで必要な情報に絞った開示を目指すためのベンチマークとして、制度で求められている開示項目が、本当に投資家をは

じめとしたステークホルダーの意思決定に有用であるのか、理論的・実証的に検証する研究

- ・ 投資家が、非財務情報をどのように利用して投資意思決定に利用しているのかについての実証研究
- ・ 投資家に、サステナビリティ課題を意識した投資に向かわせる仕組みや、サステナビリティを重視した投資の運用成績に関する開示制度設計に関する研究
- ・ 定性情報の多い非財務情報において、定量的な可視化、財務情報との連動など、より有用な非財務情報開示への調査・研究

さらに、海外研究者間におけるプレゼンスの向上を通じて、グローバルな学会や基準設定主体への積極的な関与を期待する声も聞かれた。

## 2. 国内基準設定主体視点からの研究者への期待

### (1) 背景

非財務情報の国内基準設定においては、財務会計に関する基準設定と同様に、開示基準と情報公開の質が、国際的な観点から実質的に同等とみなされないことで日本企業の国際競争力に不利益が生じないようにする必要がある。今後、ISSBをはじめとする基準設定主体から新たな基準案が開示されることを前提とすれば、日本の基準設定においてもスピード感が求められる。その際、研究から得られる科学的知見を基準設定に還元することはもちろん、会計以外の、たとえば自然科学や法学などの分野の専門性や知見を学際的に応用することも必要となる。

### (2) 研究者への期待

具体的に挙げられた研究者への期待は以下

のとおりである。なお、文意に影響のない範囲で一部表現を変えている。

- ・ 最新の動向を知り、会計と諸科学の知見をバランスよく融合して研究を進める力
- ・ どのような経済社会を目指すかという、あるべき社会像を提示し、それに向けて未来を予測する力
- ・ 企業や社会に対して研究成果をわかりやすく説明する力
- ・ サステナビリティを含む会計人材育成への貢献
- ・ 国際的な様々なスタンダード開発への貢献

いずれについても、迅速な研究成果を公表する、タイムリーな発信力を期待する指摘があった。

### 3. 財務会計研究者視点からの研究者の役割に関する検討

#### (1) 背景

サステナビリティ基準が歩むであろう道は、国際会計基準が通ってきた「いつか来た道」といえる。そのため、各国での国内基準化の過程において異なる基準が存在した場合、基準の品質向上、投資意思決定有用性や比較可能性の向上、実務上の適用・導入のサポート、会計教育、会計人材育成など、これまでに研究者が果たしてきた役割と同じ項目についての貢献が求められることになる。

#### (2) 研究課題のアイデア

具体的に挙げられた研究課題のアイデアは以下のとおりである。なお、文意に影響のない範囲で一部表現を変えている。

- ・ グローバルベースラインと各国の上乗せ基準のあり方
- ・ シングルマテリアリティ領域の科学的知見・経験（適用可能性、セーフハーバー・ルールなど）
- ・ ダブルマテリアリティ領域のあり方、各国・地域基準との関係
- ・ サステナビリティ基準準拠・任意適用企業がメリットや開示の意義を実感できるしくみ
- ・ 開示情報の信頼性
- ・ 自然科学・法学をはじめ隣接諸科学の知見との融合
- ・ サステナビリティを含む会計教育

### 4. 実証研究者視点からの研究者の役割に関する検討

#### (1) 背景

非財務情報に関する実証分析の特徴は、一部の項目についてはすでに開示されているという点である。既存の実証分析においては、データの入手可能性の問題から、何らかの制度化がなされた後の検証が多かったが、非財務情報については、制度化前にその情報の有用性の検証が可能となる項目も存在する。

一方で、現時点で存在する非財務情報が、一部の企業による自発的開示である場合には、それらの企業のみを対象とした分析をおこなうことがサンプル・セレクション・バイアスを引き起こす可能性が高い。すなわち、自発的開示をおこなう企業には、自発的開示をおこなおうとする何らかの理由や企業特性があるはずであり、そのような理由や企業特性を持つ企業を対象にした実証分析においては、分析結果の解釈における一般化が困難であるという制約が存在する。

## (2) 研究課題のアイデア

具体的に挙げられた研究課題のアイデアは以下のとおりである。なお、文意に影響のない範囲で一部表現を変えている。

- ・ 現状においても開示されている非財務情報を分析することで、制度化前の実証分析が可能となる。それにより、EBPM（エビデンス・ベースの政策立案）への貢献が期待される。つまり、基準設定主体に対し、俎上となっている開示項目の情報の有用性を事前に分析することで、政策決定を支援することができる。
- ・ サンプル・セレクション・バイアスの分析が可能となる。たとえば、制度化前の自発的開示企業と制度化後の強制開示企業とを比較することで、自発的開示をおこなっていた企業の特徴を明らかにすることが可能となる。これにより、自発的開示に起因するサンプル・セレクション・バイアスに関する一般的な議論に対して新たな証拠を提示し、さらなる議論の契機をもたらすことになる。

今後、本研究グループの研究を発展させる際に、各方面からの期待や、研究者自身の考える貢献可能性を考慮したリサーチ・クエスチョンの策定をおこなっていききたい。

### 注

- (1) ここでは、開示内容に関するルールを策定することを指す。
- (2) ここでは、自発的開示ではなく、制度開示の俎上に載せることを指す。
- (3) 本稿では引き続き「非財務情報」という用語を用いているが、特に明記している場合を除き、「サステナビリティ関連財務情報」と異なる意味を持たせることを意図しているわけではない。
- (4) 本節の内容は現在投稿中であるため、概要のみ

記載している。

- (5) もちろん、企業の社外取締役等として情報作成者となったり、投資する際に情報利用者になる場合はあるだろうが、あくまで、研究者として非財務情報の利用者になることはない、という趣旨である。

### 参考文献

- 井上達男. [1998]. 会計数値に基づく企業価値の実証研究—東証一部上場 3 月決算企業を対象として—. 『会計』 153(6) : 44-56.
- 井上達男. [1999]. 予測利益を用いた Ohlson モデルによる日本企業の実証分析. 『会計』 156(2) : 43-54.
- 薄井彰. [1999]. クリーン・サープラス会計と企業の市場評価モデル. 『会計』 155(3) : 68-83.
- 内山哲彦. [2015]. 「企業の社会性・人間性と企業価値創造—統合報告と管理会計の役割—」 『日本管理会計学会誌』 23(2) : 45-59.
- 内山哲彦. [2021]. 「財務・非財務尺度による人的資産にかかわる測定・管理と価値創造」 『会計』 199(2) : 79-91.
- 太田浩司. [2002]. 経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響. 『証券アナリストジャーナル』 40(3) : 85-109.
- 企業活力研究所. [2018]. 『新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書 ~多様なステークホルダーとのより良い関係構築に向けて~』 . [https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/csrreports30report.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/csrreports30report.pdf)
- 金融審議会 [2024]. 「『サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ』 (第 3 回) 議事次第」, [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/sustainability\\_disclose\\_wg/shiryoku/20240628.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sustainability_disclose_wg/shiryoku/20240628.html) (2024 年 9 月 12 日閲覧) .
- 経済産業省 経済産業政策局 企業会計室. [2023]. 『サステナビリティ関連データの収集・活用等に関する実態調査のためのアンケート調査結果』 . [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/hizaimu\\_joho/data\\_wg/pdf/003\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/hizaimu_joho/data_wg/pdf/003_05_00.pdf)
- 小西範幸・松山将之・神藤浩明. [2015]. 「統合報告の現状と課題—我が国での統合報告書の開示実態に焦点をあてて—」 『青山アカウンティング・レビュー』 5 : 26-33.
- 小西範幸. [2019]. 「統合報告書の公表企業像とその非財務情報の特徴—統合報告書の公表企業へのアンケート調査分析—」 『経済経営研究』 39(2) : 1-279.
- シュローダー. [2022]. 『グローバル投資家意識調査 2022』 . <https://www.schroders.com/ja-jp/jp/intermediary/global-investor-study-2022/sustainability-infographic/>

- 生命保険協会. [2021]. 『生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について』 .[https://www.seiho.or.jp/info/news/2023/pdf/20230421\\_3-1.pdf](https://www.seiho.or.jp/info/news/2023/pdf/20230421_3-1.pdf)
- ディスクロージャー&IR総合研究所. [2021]. 『統合報告書分析レポート 人的資本に関する開示状況』 .[https://www.dirri.co.jp/res/report/uploads/2021/11/211110\\_human%20capital.pdf](https://www.dirri.co.jp/res/report/uploads/2021/11/211110_human%20capital.pdf)
- デロイト トーマツ グループ. [2022]. 『ESGデータの収集・開示にかかるサーベイ』 .<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/risk/srr/jp-srr-esg-survey-data-driven-2022.pdf>
- 独立行政法人労働政策研究・研修機構. [2018]. 「企業の人的資産情報の『見える化』に関する研究」 『JILPT 調査シリーズ』 185.
- 野村證券株式会社 グローバル・リサーチ本部. [2020]. 『ノムラ個人投資家サーベイ』 .<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20201217/20201217.pdf>
- 非財務情報可視化研究会. [2022]. 人的資本可視化指針. <https://www.cas.go.jp/jp/houdou/pdf/20220830shiryou1.pdf>; 2024年9月26日最終閲覧.
- 矢内一利. [2006]. 「連結財務諸表の優位性に関する分析」 辻正雄編著『会計ビッグバンの意義と評価—実証分析によるアプローチ』 37:39-59.
- Earth Company. [2022]. 『日本企業の経営層・管理職のSDGsやサステナビリティの取組みに関する意識調査結果』 . [https://www.earthcompany.info/wp-content/uploads/2022/10/Earth-company\\_sustainabilityresearch.pdf](https://www.earthcompany.info/wp-content/uploads/2022/10/Earth-company_sustainabilityresearch.pdf)
- Ernest & Young. [2023]. 『コーポレートレポートイングでESGの信頼格差を解消するには』 .[https://www.ey.com/ja\\_jp/assurance/how-can-corporate-reporting-bridge-the-esg-trust-gap](https://www.ey.com/ja_jp/assurance/how-can-corporate-reporting-bridge-the-esg-trust-gap)
- KPMG ジャパン. [2021]. 『KPMG Japan CFO Survey 2021』 .<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/2021/jp-cfo-survey.pdf>
- KPMG サステナブルバリュー・サービスジャパン. [2022]. 『日本の企業報告に関する調査2022』 .<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/2023/jp-sustainable-value-corporate-reporting.pdf>
- Baboukardos, D. and Rimmel, G. [2016], “Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 35 No. 4, pp. 437-452, doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004.
- Chen, S., Y., and P. Gao. [2023]. Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management* 345: 118829-118829.
- Christensen, H.B., Hail, L. and Leuz, C. [2021], “Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 26 No. 3, pp. 1176-1248, doi: 10.1007/s11142-021-09609-5.
- Clarkson, P.M., Li, Y., Richardson, G.D. and Vasvari, F.P. [2008], “Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 33 No. 4-5, pp. 303-327, doi: 10.1016/j.aos.2007.05.003.
- Donaldson, T., and L. E. Preston [1995], “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications,” *Academy of Management Review*, Vol.20, No.1, pp.65-91.
- Friedman, A. L., and S. Miles [2002], “Developing Stakeholder Theory,” *Journal of Management Studies*, Vol.39, Iss.1, pp.1-21.
- Friedman, A. L., and S. Miles [2006], *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press, Oxford.
- Freeman, R. E. [1984] *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman.
- Gao, F., Dong, Y., Ni, C. and Fu, R. [2016], “Determinants and Economic Consequences of Non-financial Disclosure Quality”, *European Accounting Review*, Vol. 25 No. 2, pp. 287-317, doi: 10.1080/09638180.2015.1013049.
- Gates, S., and P. Langevin. [2010]. Human capital measures, strategy and performance: HR managers’ perceptions, *Accounting Auditing and Accountability Journal* 23(1): 111-132.
- Giner, B., Allini, A. and Zampella, A. [2020], “The Value Relevance of Risk Disclosure: An Analysis of the Banking Sector”, *Accounting in Europe*, Vol. 17 No. 2, pp. 129-157, doi: 10.1080/17449480.2020.1730921.
- Grewal, J., Riedl, E.J. and Serafeim, G. [2019], “Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure”, *Management Science*, Vol. 65 No. 7, pp. 3061-3084, doi: 10.1287/mnsc.2018.3099.
- IFRS. [2023], *IFRS S2 Industry-Based Guidance on Implementing Climate-Related Disclosures*. ISO (International Organization for Standardization) [2018]. *ISO 30414: 2018, Human Resource Management- Guidelines for Internal and External Human Capital Reporting*, ISO.
- KPMG. [2021], *Survey of Integrated Reporting in Japan 2020*, p. 52.
- Malmi, T., and D. A. Brown. [2008]. Management control systems as a package: Opportunities, challenges and research directions, *Management Accounting Research* 19(4): 287-300.
- Nichols, D.C. and Wahlen, J.M. [2023], “The

- Essential Role of Accounting Information in the Capital Markets: Updating Seminal Research Results with Current Evidence”, *Accounting Horizons*, Vol. 37 No. 2, pp. 105-132, doi: 10.2308/HORIZONS-18-075.
- Ohlson, J.A. [1995], “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11 No. 2, pp. 661-687, doi: 10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x.
- Ohlson, J.A. [2001], “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18 No. 1, pp. 107-120, doi: 10.1506/7TTPJ-RXQN-TQC7-FFAE.
- SSBJ. [2024], “Sustainability Standards Board Publishes Exposure Drafts of Sustainability Disclosure Standards (in Japanese)”, 29 March, available at: [https://www.ssb-j.jp/jp/domestic\\_standards/exposure\\_draft/y2024/2024-0329.html](https://www.ssb-j.jp/jp/domestic_standards/exposure_draft/y2024/2024-0329.html) (accessed 17 May 2024).
- Toplensky, R. [2023], “Pro Take: Forget the SEC, International Climate Reporting Standards Could Become the Global Baseline”, *Wall Street Journal*, 26 June.
- Velte, P. [2020]. Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system, *Management Research Review* 43(5): 497-520.