

Ⅱ 研究グループ報告（中間報告）

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）
日時 壮浩（早稲田大学）
矢内 一利（青山学院大学）
若林 利明（上智大学）
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。わが国でも、一部の非財務情報について有価証券報告書での開示が始まっている。また、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。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多く残されている。

本研究グループでは、非財務情報のあり方について、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す。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する。

研究初年度のまとめとなる本稿では、まず、各分析の前提として、非財務情報の制度開示に関する現状と、それに至るまでの制度および組織に関する変遷を整理する。そのうえで、現時点で入手可能な環境関連の非財務情報を用い、情報利用者として株式投資家を想定した価値関連性分析をおこなう。

続いて、情報作成者である企業を対象として実施する予定の質問票調査について、その目的や内容を概説する。その後、管理会計の視点からの非財務情報開示に関する研究をおこなうための準備として、従来の管理会計研究における研究テーマや研究アプローチの中から、本研究に適用可能であると思われるものを抽出し、次年度へ向けての研究計画を提示する。最後に、従来、財務情報を対象に行われてきたリアルエフェクト（資本市場の価値評価と企業の実体活動の相互作用）に関する研究を非財務情報に応用し、数理モデルに基づく分析結果を示す。

I 研究の背景と目的、中間報告の概要

近年、非財務情報^①開示の制度化の検討が急速に進められている。地球温暖化の進行を背景とした気候変動・環境関連情報の開示への要請は、ESG投資やSDGsに対する意識の高まりに合わせ、サステナビリティに関する、より一般的な情報開示を求める機運へと発展した。国際的な動きとしては、IFRS財団が2021年11月に国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を設立し、気候変動開示基準委員会（CDSB）や価値報告財団（VRF）と統合したうえで、国際的な開示基準の策定を進めている。

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」に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いる。合わせて、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。また、本年（2023年）に発行される有価証券報告書から、非財務情報の開示が求められるようになり、非財務情報の制度開示が始まっている。

そもそも、非財務情報に対する需要が高まっている背景として、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、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つつある結

果、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っており、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の中では、「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] によって展開された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ている。

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る。

研究初年度の成果を取りまとめた本中間報告の構成は以下のとおりである。まず、次の第II節において、非財務情報の制度開示に関する現状と、それに至るまでの制度および組織に関する変遷を整理する。非財務情報の制度開示に際しては、任意開示とするのか強制開示とするのか、開示する相手をどのように想定するのか、開示のための基準をどの組織が策定するのか、などについて多くの議論がなされてきた。その変遷と現状を明らかにすることで、RQ①およびRQ②を検討するための土台を作ることを目指した。

続く第III節においては、RQ①の検証の一例として、環境関連の非財務情報のうち、温室効

果ガス排出量総量、エネルギー消費量、水消費量、および廃棄物処分量を用いた価値関連性分析をおこなう。分析にあたっては、Ohlson [1995] のモデルをベースとし、純資産簿価、当期利益、および次期予想利益をコントロールしたうえで、上述の各変数と株式時価総額との（負の）関連性を実証分析によって検証する。

第IV節では、RQ①を検討するための別のアプローチとしておこなう、情報作成者である企業を対象とした質問票調査について概説する。これまで、非財務情報の制度開示は、情報利用者である投資家にとっての意思決定有用性の向上という観点から議論されることが多く、企業の側からは、情報開示のための負担が増えることへの不満が聞かれることもある。企業に対して非財務情報開示に関する実務上の現状と課題を問うことは、より良い制度設計の提案につながると考える。さらに、企業側の実務を確認することを通じて、RQ②～RQ④に対する具体的な検証仮説を設定するための検討材料とすることも目指す。

その次の第V節では、管理会計的視点、すなわちRQ③およびRQ④を明らかにするための研究についてプロポーザルを提示する。管理会計の視点からの非財務情報開示に関する研究は少ないため、中間報告では、従来の管理会計研究における研究テーマや研究アプローチの中から、本研究に適用可能であると思われるものを検討し、次年度へ向けての研究計画を策定することに注力した。

その後、第VI節において、非財務情報開示のリアルエフェクト（資本市場の価値評価と企業の実体活動の相互作用）に関し、数理モデルに基づく分析結果を提示する。会計情報の目的が、企業の実体活動を中立に写像することだとしても、会計制度（およびその変化）は企業の実体活動に影響を与え、ひいては将来キャッシ

ユフローを変化させることになる。従来、財務情報を対象におこなわれてきた、リアルエフェクトの視点からの研究を非財務情報に対して応用することで、非財務情報の有するリアルエフェクトを明らかにする。

(大鹿 智基)

II 非財務情報の開示に関する制度・組織の変遷と現状

本節では、非財務情報の基準設定主体、公的開示規制および監査と保証について概説する。

(1) 非財務情報の基準設定主体の特徴と変遷

これまで非財務情報の開示基準を検討してきた主な組織としては、最も古くから活動している GRI (Global Reporting Initiative), IIRC (International Integrated Reporting Council : 国際統合報告評議会) とその前身である A4S (Accounting for Sustainability) があげられる。さらに、SASB (Sustainability Accounting Standards Board : 米国サステナビリティ会計基準審議会), CDSB (Climate Disclosure Standards Board : 気候変動開示基準委員会), CDP (Carbon Disclosure Project : 旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト), および気候変動に関する情報開示を促進する大きな原動力となった TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures : 気候関連財務情報開示タスクフォース) などがあ。加えて、2021年に発足した ISSB (International Sustainability Standards Board : 国際サステナビリティ基準審議会) である。

1997年のGRI設立以降から2018年にかけての歴史を紐解けば、3つのターニングポイントがあると言える。第1に2010年のIIRCの設立である。2011年にSASBも設立され、

CDSBやCDPも動きを活発化させてくる。第2に2013年のIIRCによる国際統合報告フレームワーク (International Integrated Reporting Framework) の公表である。ここから、非財務情報開示は、財務資本提供者以外に向けたものから財務資本提供者に向けたものへという方向が強くなる。第3に2016年のGRIスタンダードと2018年のSASBスタンダードの公開である。これにより、非財務情報開示の制度化に向けた動きが出てくる。

2018年度以降は、非財務情報開示基準の収斂・統合と、非財務情報開示の制度化が加速している。2018年にGRI, CDP, IIRC, SASB, CDSBはBetter Alignment Projectを開始し、5つの設定主体が各開示基準等の共通点や差異の特定および整合性向上を図るようになった。2021年にはIIRCとSASBが合併してVRF (Value Reporting Foundation) が設立され、さらにIFRS基準を策定するIASB (国際会計基準審議会)を傘下に有するIFRS財団がISSBの設立を正式に公表した。2022年には、CDSBとVRFがISSBに統合された。これらのことから、基準設定主体はISSBに集約されたと言える。2023年に、ISSBはTCFDの提言のフレームワークを踏まえ、最初のグローバルなサステナビリティ開示基準であるIFRS S1号「General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information : サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項」とIFRS S2号「Climate-related Disclosures : 気候関連開示」を公表した。このうち、IFRS S1号は2024年1月1日以後開始する事業年度に発効する。企業の外部報告の新しい時代が開かれたと言えよう。

(2) 非財務情報の公的開示規制

前款で説明したIFRS S1号とIFRS S2号が

規制報告において適用が要求されるかどうかは、各法域の承認または規制プロセス次第で変わってくる。では、2023年現在、米国・EU・日本のそれぞれにおいて公的な開示規制はどうなっているのでしょうか。

米国ではSECが、1933年証券法の制定以来、Form 10-KやForm 10-Qなどにおける非財務情報開示をRegulation S-Kで規定してきた（財務情報はRegulation S-Xで規定）。SECは、2016年に非財務情報に関するRegulation S-Kの改正意見を公表した。2022年には、SECはTCFD提言を基礎とした「The Enhancement and Standardization of Climate-related Disclosures for Investors：投資家のための気候関連情報開示の強化と標準化に関する規則提案」を公表し、市中協議を開始している。

EUでは、2003年の「会計法現代化指令」の公表以来、大規模企業を対象に、必要に応じて、環境や従業員関連情報も含む特定の事業に関連する非財務主要業績評価指標（Non-Financial Key Performance Indicator）も年次報告書に含めることが規定された。2018年からは、TCFD提言に沿ったNFRD（Non-Financial Reporting Directive：非財務情報開示指令）により、大規模企業に対して非財務情報の開示が義務付けられた。さらに、NFRDを改訂したCSRD（Corporate Sustainability Reporting Directive：企業サステナビリティ報告指令）が2023年に発効され、NFRDの対象企業等に対しては2024年から、NFRDの対象でない企業等に対しては2025年からCSRDが適用されることになっている。

日本では、非財務情報の法定開示の整備は欧米に比べて遅れている。しかし、1948年に制定された「有価証券報告書作成要領」において

財務諸表を含む会計情報の記載以外の部分への言及があることから、日本における非財務情報の法定開示はここまで遡れるという見方もできる。2021年、東京証券取引所・金融庁から「コーポレートガバナンス・コード」及び「投資家と企業の対話ガイドライン」の改訂が公表され、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について必要なデータの収集と分析を行い、TCFDなどの枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めることが奨励されるようになった。2022年に、FASB（Financial Accounting Standards Board：財務会計基準機構）はSSBJ（Sustainability Standards Board of Japan：サステナビリティ基準委員会）の設置を公表した。SSBJは、2023年にIFRS S1号に相当する基準（日本版S1基準）及びIFRS S2号に相当する基準（日本版S2基準）の開発を審議テーマとすることを決定している。

（3）非財務情報の監査と保証

最後に非財務情報の監査と保証に関して、国際監査・保証基準審議会（The International Auditing and Assurance Standards Board：IAASB）から、保証業務に関する国際的な基準として、国際保証業務基準3000「監査及びレビュー業務以外の保証業務」（International Standard on Assurance Engagements 3000, Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information）が公表されている。今後の非財務情報の信頼性付与に向けて、これを基本とし、温室効果ガス報告や受託業務に係る内部統制の保証報告書に関する個別の基準が策定され始めている。

（矢内 一利・若林 利明）

Ⅲ 非財務情報の価値関連性に関する実証分析

本節では、温室効果ガス排出量総量、エネルギー消費量、水消費量、および廃棄物処分量、という 4 つの環境関連の非財務情報を用いた価値関連性分析の結果を示す。

(1) 研究の背景

投資家は、ESG 情報のような非財務情報の利用を拡大している (Leva, 2020)。これに対し、ISSB も、最初の開示基準である IFRS S1 および S2 を 2023 年 6 月 26 日に発表した。これらの基準の発表によって、グローバルなサステナビリティ報告に関する基準化の重要なマイルストーンであり、ESG 情報の比較可能性の向上や作成コストの低減に寄与するとともに、投資家の意思決定有用性を高めることが期待されている (Deloitte, 2023)。

制度や規制環境の違いは、開示された情報の価値関連性に対して大きな影響を与える。将来的には、IFRS S1 (全般的要求事項) および S2 (気候関連開示) が、各国・法域の情報開示基準の基礎となるものと予想される (Toplensky, 2023)。わが国は、先進国の中でも、ESG 情報の開示をおこなう企業数およびその増加スピードの高い国の一つである (KPMG, 2023)。そこで、本研究では、日本のデータを用いて、IFRS S2 に規定される気候関連情報のうち、いくつかの項目の有用性を、株式時価総額との関連という観点から検証する。気候関連情報の経済的価値関連性や情報有用性を検証することは、資本市場が担う資本分配や価格付け機能のあり方を検討するうえで重要である (Nichols and Wahlen, 2023)。

(2) 仮説の導出

IFRS S1 は、財務諸表の一般的な利用者がおこなう投資意思決定のために有用なサステナビリティ情報を提供することを目指している (IFRS, 2023a, 2023b)。とりわけ、企業のバリューチェーンに関連するステークホルダーと企業自身との相互作用によって、ESG 関連情報が企業の将来キャッシュフローに影響する結果を反映する情報となると主張されている (IFRS, 2023a)。会計情報の持つ価値関連性は、工業型生産活動経済からサービス業型経済へと変化する過程とともに変化している (Barth *et al.*, 2023)。

自発的に開示された環境関連情報およびサステナビリティ報告の価値関連性について、先行研究は混在した結果を示している (Cordazzo *et al.*, 2020; Moneva and Cuellar, 2009)。今後、自発的な開示から制度開示へと進んでいく過程において、非財務情報の価値関連性をあらためて検証することは重要だろう。ここでは、IFRS S2 において取り上げられている環境関連情報に注目し、価値関連性分析をおこなう。これまで検証されてきた、環境負荷と株式時価総額との負の関連性を前提とすれば、本節で検証する仮説 (対立仮説の形式で記述する) は以下のとおりである。

仮説 1 : 企業の環境負荷 (温室効果ガス排出量総量、エネルギー消費量、水消費量、および廃棄物処分量) は、株式時価総額と負の関連性を有する。

(3) 分析モデル

ここでの分析は、Ohlson [1995] にしたがって、主たる財務情報としての純資産簿価と利益を所与としたうえで、環境負荷に関する変数と株式時価総額との関連性を検証する。検証する回帰式は(1)式のとおりである。なお、Cordazzo *et al.*

[2020] 同様、規模の影響を緩和するため、各変数は発行済み株式総数でデフレートしている。

$$MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 forEPS_{it} + \alpha_4 GHG_T_{it} + \alpha_5 ENE_{it} + \alpha_6 WAT_USE_{it} + \alpha_7 WST_{it} + FYDummy + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ただし、

MV_{it} = i 社 t 年度末の株価 (25 日移動平均)

BV_{it} = i 社 t 年度末の 1 株あたり純資産簿価

EPS_{it} = i 社 t 年度の 1 株あたり当期純利益

$forEPS_{it}$ = i 社 t 年度の翌期 ($t+1$ 年度) に関する 1 株あたり予想当期純利益

GHG_T_{it} = i 社 t 年度の 1 株あたり温室効果ガス排出量総量

ENE_{it} = i 社 t 年度の 1 株あたりエネルギー消費量

WAT_USE_{it} = i 社 t 年度の 1 株あたり水消費量

WST_{it} = i 社 t 年度の 1 株あたり廃棄物処分量

である。

(4) 分析結果

パネルデータに対して業種・年度についての固定効果モデルを適用した回帰分析の暫定的な結果が図表 1 である。業種クラスターに対して頑健な標準誤差を用いている。

分析結果から、4 つの環境関連情報すべてが、純資産簿価や利益情報をコントロールしたうえ

でも、株式時価総額に対して負の関連性を有していることが観察され、仮説 1 は支持された^②。ただし、4 つの変数をまとめて分析した (モデル(5)) 場合に、温室効果ガス排出量総量は有意ではなくなった。この点は、今後の研究課題としたい。

図表 1 環境関連情報の価値関連性に関する回帰分析の結果

VARIABLES	モデル(1) 温室効果ガス		モデル(2) エネルギー		モデル(3) 水		モデル(4) 廃棄物		モデル(5) 全変数	
	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval
	<i>Constant</i>	382.669	0.240	363.153	0.268	368.221	0.250	400.099	0.210	387.909
<i>BV</i>	0.230	0.129	0.229	0.130	0.233	0.123	0.234	0.115	0.237	0.107
<i>EPS</i>	9.005	0.006***	9.053	0.005***	9.067	0.005***	9.167	0.005***	9.171	0.004***
<i>for_EPS</i>	3.989	0.257	3.970	0.253	3.954	0.259	3.889	0.262	3.945	0.246
<i>GHG_T</i>	-0.003	0.074*							0.002	0.521
<i>ENE</i>			-0.000	0.022**					-0.000	0.023**
<i>WAT_USE</i>					-0.026	0.003***			-0.026	0.002***
<i>WST</i>							-0.061	0.041**	-0.068	0.082*
Observations	776		776		776		776		776	
R-squared	0.699		0.699		0.700		0.701		0.703	
Industry Fixed Effects	YES		YES		YES		YES		YES	
Year Fixed Effects	YES		YES		YES		YES		YES	

(Frendy・大鹿 智基)

IV 非財務情報の開示に関する質問票調査

本節では、本研究グループで行う予定の質問票調査について概説する。

(1) 質問票調査の概要

近年、統合報告書やサステナビリティ報告書などにおいて、非財務情報の開示が行われている。非財務情報については、例えば投資家とのエンゲージメント（対話）の有無やその件数など、投資家が知ることが可能と思われる事項でありながら、データベースを通じて入手が難しいものが当然のことながら存在する。

そこで、本質問票調査では、サステナビリティ・ガバナンス、投資家とのエンゲージメント、非財務情報定量データ、マテリアリティとKPI、開示、第三者保証について質問を行う予定である。これらの回答を取りまとめることで、データベースを通じて入手が難しい非財務情報が、企業価値を説明する要因の一つとなっているのか（価値関連性を有しているか）を実証的に分析する。株式市場で重視されている非財務情報が何であるのかを特定することは、開示すべき非財務情報項目の提案の一助になるといえよう。また、質問票調査の回答を分析することは、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することの一助にもなると考えられる。

なお、本質問票は、東京証券取引所のプライム市場に上場している企業の経営企画室に送付し、各社の状況を取りまとめたうえで、実証分析を行う予定である。

(2) 質問票調査の内容（予定）

①サステナビリティ・ガバナンス

サステナビリティ担当役員の設置の有無や

兼務状況、サステナビリティ委員会の長や構成メンバー等の詳細、委員会の開催頻度や組織上の位置づけ等についての質問を設定する。

②投資家とのエンゲージメント

エンゲージメントの対象として最も重視しているステークホルダー、サステナビリティ活動の説明会の実施の詳細、株主との対話の詳細、株主総会でのサステナビリティに関する株主提案の詳細についての質問を設定する。

③非財務情報の定量データ

開示の時期、データ収集の範囲・手法、開示媒体などについての質問を設定する。

④マテリアリティとKPI

調査対象企業のマテリアリティの特定プロセス、マテリアリティの開示媒体、マテリアルだと判断した事象、特定したマテリアリティに対する定量目標の設定、特定したマテリアリティの企業価値へのインパクトの可視化、マテリアリティに対して設定している定量目標（KPI）、（非財務指標の）KPIの役員報酬への反映などについての質問を設定する。

⑤開示

TCFD提言が開示を推奨する項目、人権方針やコミットメント、サプライヤー行動規範などを何らかの開示媒体で記載しているかどうかについての質問を設定する。

⑥第三者保証

第三者保証の有無、第三者保証の実施時期、保証費用などについての質問を設定する。

(3) 質問票調査で明らかにすること

回答を取りまとめることにより、サステナビリティ経営に関わるガバナンス体制や第三者保証の実態についての検証を行うこととする。また、投資家（株主）との対話や非財務情報の定量データの開示が企業評価を説明する上での要因になっているかについて、実証的検証を

行うことを考えている。さらに、開示情報だけでは把握できない、企業が重視するマテリアリティと KPI や、KPI 以外の（文章で表される）企業の開示情報の実態についても、これらが投資家による企業評価の要因になっているかどうかを実証的に検証する予定である。

(4) 今後の検討事項

今後は、質問の文章や選択肢の書き方などの全体の形式、質問の順番や記述回答の質問の割合などを検討して質問票調査の質問項目を確定させる予定である。

(矢内 一利)

V 非財務情報を利用した管理会計研究

(1) 本研究の目的

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。

(2) 初年度の研究課題と進捗状況

本研究プロジェクト初年度においては、ESG と管理会計の有機的連携に関する理論的な検討に向けて、主に 3 点の研究課題に取り組んだ。第 1 に、ESG 情報の開示への取り組みが、組織業績の向上に寄与しているのかを明らかにするため、ESG 情報の開示への取り組みの代理変数としての Bloomberg ESG 開示スコア^③（および環境（E）スコア、社会（S）スコア、ガバナンス（G）スコア）を用いて、これが財務業績（NOPAT、負債コスト、自己資本コスト、販管費等）に及ぼす影響を及ぼしているのかについて試行的な分析を行った。その結果、ESG スコアは組織業績と有意な関係にあるものの、その回帰係数は極めて小さく、ESG 情報の開示が組織の財務業績に及ぼす影響は限定的である可能性が示唆された（なお、本研究結果については、頑健性等の確認のため、現在も追加的分析を継続中である）。Bloomberg ESG 開示スコアは、開示「量」を示すものであり、企業の ESG に対する取り組みの程度や質を示すものではない。ゆえに、Bloomberg ESG 開示スコアとは異なる特徴を持つ他の ESG スコア（Refinitiv ESG スコアなど）を用いた分析についても検討中である。

第 2 に、人的資本に対する取り組みが、財務業績の向上に寄与しているかどうかを明らかにするため、Bloomberg の人的資本投資に対する取り組み状況を表すデータを用いた分析を試みた。非財務情報可視化研究会 [2022, p.40] において提示された逆 ROIC ツリーモデルのように、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。しかし、ここで描かれている人的資本関連の KPI 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いない。というのも、人的資本関連の非財務情報に関する開示はこれまで統合報告書等の任意開示書類においてなされてきたため、データベース化が十分に なされておらず、分析に必要となるデータの取得が困難であったことがその要因である。この点、本研究で使用している Bloomberg データベースでは、人的資本に関する取り組みについても、部分的に整理がなされている。しかし、その多くは、「育児休暇制度」や「短時間勤務制度」などの有無を「1, 0」で表現したものとなっており、分析に必要となる十分なデータを入手することはやはり困難なままである。人的資本への取り組みと企業業績の関係を明らかにするためには、人的資本への取り組みに関するデータを追加的に入手することが不可欠であることから、日経バリューサーチを通じて入手した有価証券報告書や統合報告書のテキスト情報を、Python を用いた自動化プログラムによってデータベース化する試みを行った。抽出した定性情報のデータベース化は部分的に成功したもの、取得した定性情報を、定量的な分析に利用可能な情報へと変換するためには、その客観性も含めさらなる検討が求められる。

第 3 に、ESG と管理会計の有機的連携に関する在り様について検討するため、先進的企業への観察やインタビューの実施について検討した。ESG と管理会計の有機的連携を図るためには、予算、業績評価、コストマネジメントなどのマネジメントコントロールシステムと、ESG 情報をどのように融合させるかについて検討しなければならない。しかし、企業が両者の融合をどのように図っているのかについての事例は限定的である。ESG への投資は中長期的な投資を伴うことから、資本予算に影響を及ぼすことが想定される。この点、ESG への

投資の成果は必ずしも財務数値に反映されるものではないため、ESG への投資を資本予算においてどのように位置づけ、これを短期の予算管理活動へと連携を図っているのかについて事例の蓄積が求められる。同様に、ESG への投資の成果を最大化するためには、成果の測定のみならず、これに投じたコストの管理（コストマネジメント）も同様に重要となるが、この点についての事例もほとんど見受けられない。また、企業は ESG 情報の開示内容、量、粒度をどのように決定しており、これがマネジメントコントロールや企業価値創造とどのように関連するのかについても、検討が必要である。以上のように、ESG と管理会計の有機的連携のための実務的対応については、明らかでない点が少なくない。今年度は残念ながらインタビューや観察の実施に至ることはできなかったが、次年度の早期のうちに、取り組むこととしたい。

(3) 次年度に向けて

このように、現時点では、いずれのテーマについても研究枠組みの検討や試行的分析の段階となっている。ESG への取り組みと管理会計の有機的連携に向けて、初年度の研究課題について継続的に検討するとともに、データ分析及びインタビュー調査等、実証的に分析を実施し、当該連携を効果的に実現するための理論的枠組みの構築を目指す。

(内山 哲彦・大森 明・目時 壮浩)

VI 非財務情報開示のリアルエフェクト —数理モデルによる分析—

サステナビリティ関連情報をはじめとする非財務情報の開示は、企業の実物投資の決定や

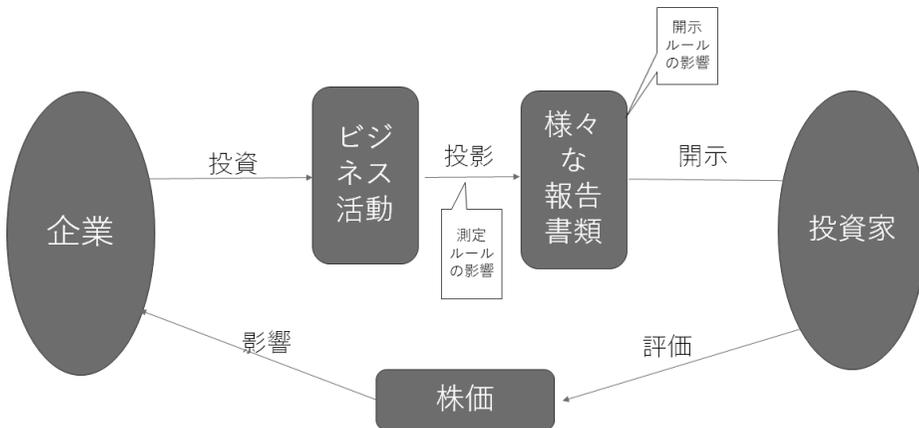
報酬契約といかなる相互作用があるのであろうか。本節ではそうした研究の重要性と、今後の研究に向けた例を示す。

(1) 本節の目的とリアルエフェクトの視点の重要性

Kanodia [2007] は、資本市場の価値評価が企業の実体活動に反射し、実体活動の変化が価値評価に影響するという相互作用を研究することをリアルエフェクトパースペクティブと呼んでいる。企業の実体活動は、それがもたらすキャッシュフローの会計測定を通じて、会計

情報に写し出される。会計情報が資本市場に開示されると、市場はそれにもとづいて企業を価値付ける。この一連の流れの中で、会計測定や開示のルールが変化すると、市場の価値評価が影響を受けるだけではなく、将来キャッシュフローを生み出す企業の実体活動も変化する。事後に予定される開示に反応して、資本市場の価値評価が（企業所有者や被評価者たる経営者にとって）最適になされるように、企業行動それ自体が事前に修正されるからである。図表 2 のようなイメージ図を描くことができる。

図表 2 リアルエフェクトのイメージ



非財務情報に価値関連性があるのであれば、リアルエフェクトの視点からの検討が有益であり得る。例えば IFRS S1 は、財務情報と非財務情報のリンケージを求めており、EU の ESRS は開示情報のコネクティブティを求めているため、概念として価値関連性はあることが期待される。特に IFRS S1 は、シングルマテリアリティの考え方に立っているので、上図で全く問題ない。しかし、ESRS は、ダブルマテリアリティの考え方であるため、若干の修正を加えなければならないが、リアルエフェクト

の考え方の応用は可能である。

(2) 温室効果ガス排出量開示のリアルエフェクト研究の例

Kölsch and Wittreich [2023] は、企業の炭素排出情報開示 (Carbon Reporting) のリアルエフェクトについて合理的期待モデルで分析している。ここでの炭素排出情報開示は、いわゆる日本の温室効果ガス (Green House Gas : GHG) 排出量開示のことを指している。彼らは、炭素排出にコストがかかり、財務報告と

GHG 報告に相関がある場合、資本市場は開示された報告に反応し、それによって経営者の情報開示と投資決定に影響を与えることを明らかにしている。

(3) 人的資本開示のリアルエフェクト研究の例

Wakabayashi [2023] は、人的資本開示のリアルエフェクトについて、経営者の人的資本管理能力 (HRM アビリティ) のから契約理論に依拠したモデルで分析をしている。分析の結果、以下のことが明らかになった。第 1 に株式報酬のインセンティブ係数、人的資本投資の水準、および株主の期待効用は取締役会の HRM アビリティが高くなるほど大きくなる。第 2 に開示する人的資本情報の特性によっては、人的資本の強制開示の拡大が人的資本投資を妨げる場合もありうる。第 3 に一定以上 HRM アビリティの高い取締役や CHRO が存在していると、企業は自発的に人的資本開示を行なう可能性が高く、そうした企業は人的資本の自発的开示を通じて株主の期待効用を高められる。逆に、強制開示の拡大が株主の期待効用を毀損する場合もある。これらの結果は、人的資本開示の強制は、投資家にとって企業の比較可能性を高めるが、企業の課題解決に当たっては開示そのものが目的ではないことに注意しなければならないことを示唆している。

(4) 最終報告に向けて

最終報告においては、Wakabayashi [2023] のモデルをさらに発展させるとともに、数理モデルをベースに実証研究やケーススタディへと展開する。例えば、統合報告書のテキスト解析を通じて、HRM アビリティの代理変数の形成を試みる。あるいは、CHRO の在籍の有無と人的資本投資水準や人的資本情報開示の積

極性の関係について検証することが可能となる。

(若林 利明)

注

- (1) ここでは、非財務情報を厳密に定義することせず、「伝統的な財務報告には含まれていなかった情報」として捉える。なお、ISSB は「サステナビリティ関連財務情報」という呼び方をしている。
- (2) 先行研究との比較可能性の確認のため、Nichols and Wahlen [2023] 同様、当期純利益の代わりに EBITDA を用いた場合も、分析結果に大きな変化はなかった。
- (3) Bloomberg ESG 開示スコアは、E、S、G それぞれの事項に関して、Bloomberg が独自にマテリアリティ項目を抽出し、各項目の開示量を 100 点満点で表したスコアである。E スコア、S スコア、G スコアの平均値として ESG 開示スコアが計算される。

参考文献

- Barth, M.E., Li, K. and McClure, C.G. (2023), "Evolution in Value Relevance of Accounting Information", *The Accounting Review*, Vol. 98 No. 1, pp. 1-28, doi: 10.2308/TAR-2019-0521.
- Cordazzo, M., Bini, L. and Marzo, G. (2020), "Does the EU Directive on Non - Financial Information Influence the Value Relevance of ESG Disclosure? Italian Evidence", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 29 No. 8, pp. 3470-3483, doi: 10.1002/bse.2589.
- Deloitte. (2023), "Global ESG Disclosure Standards Converge: ISSB Finalizes IFRS S1 and IFRS S2", 30 June, available at : <https://dart.deloitte.com/publications/deloitte/heads-up/2023/global-esg-disclosure-standard-coverage-issb-finalizes-ifs-s1-s2> (accessed 12 September 2023).
- Donaldson, T., and Preston, L.E. (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications," *Academy of Management Review*, Vol.20 No.1, pp.65-91.
- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). (2022), Exposure Draft ESRS 1 General Principles.
- Friedman, A. L., and Miles, S. (2002), "Developing Stakeholder Theory," *Journal of Management Studies*, Vol.39 Iss.1, pp.1-21.
- Friedman, A. L., and Miles, S. (2006), *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford.

- Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman.
- 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> (2023年9月16日閲覧)。
- IFRS. (2023a), *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-Related Financial Information*.
- IFRS. (2023b), *IFRS S2 Climate-Related Disclosures*.
- Kanodia, C. (2007), “Accounting Disclosure and Real Effect,” *Foundations and Trends in Accounting* 1 (3). (佐藤絃光監訳・奥村雅史・鈴木孝則訳「会計ディスクロージャーと企業行動」中央経済社.)
- Kölsch, M. and Wittreich, T. (2023), “Can Reporting Bias Aid in Corporate Decarbonization?,” Working Paper.
- KPMG. (2021), “Survey of Integrated Reporting in Japan 2020”, p. 52.
- Leva, L. (2020), “Larry Leva, IFRS Foundation Trustee, Calls on Investment Professionals to Share Their Views on Global Sustainability Reporting”, p. 4.
- Moneva, J.M. and Cuellar, B. (2009), “The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting”, *Environmental and Resource Economics*, Vol. 44 No. 3, pp. 441-456, doi: 10.1007/s10640-009-9294-4.
- 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.
- Toplensky, R. (2023), “Pro Take: Forget the SEC, International Climate Reporting Standards Could Become the Global Baseline”, *Wall Street Journal*, 26 June.
- Wakabayashi, T. (2023), Real Effects of Disclosure on Human Capital Investments. Working Paper.