研究グループ

「非財務情報の開示と企業価値」 中間報告書

2023年10月

主查 大鹿智基(早稲田大学)

委員 内山哲彦 (青山学院大学)

齋尾浩一朗(KPMG あずさサステナビリティ)

目時壮浩(早稲田大学) 若林利明(上智大学) 大森明(横浜国立大学) 阪智香(関西学院大学) 矢内一利(青山学院大学) Frendy(名古屋商科大学)

第1章 研究の背景と目的,中間報告書の概要

本章では、本研究グループを設置するに至った背景、本研究グループのおこなう研究の目的、そして、本中間報告書の概要を説明する。

I 研究の背景と目的

近年,非財務情報 「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、より全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、IFRS 財団は、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として、企業と投資家との間の建設的な対話を通じて、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(FASF)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において、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)

¹ ここでは、非財務情報を厳密に定義することはせず、「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」という呼び方を用いている。

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・クエスチョン(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予定である。

Ⅱ 中間報告書の概要

研究初年度の成果を取りまとめた中間報告書の構成は以下のとおりである。まず、次の第2章において、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、RO①およびRO②を検討するための土台を作ることを目指した。

続く第3章においては、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4章では、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、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。この点について、 企業に対して開示の内容を問うことで、現状、データベース等からは入手が困難な非財務情報の価値関連性を検証することが可能となる。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5章では、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6章において,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双方向の相互作用)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ュ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エルエフェクトを明らかにする。

参考文献

- Donaldson, Thomas, and Lee 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, Andrew L., and Samantha Miles (2002), "Developing Stakeholder Theory," *Journal of Management Studies*, Vol.39, Iss.1, pp.1-21.
- Freeman, R. Edward (1984) Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston, Pitman.

(大鹿智基)

第2章 非財務情報の開示に関する制度・組織の変遷と現状

本章では、非財務情報の開示基準の作成主体および規制当局について概説する。その 後、非財務情報に対してどのように信頼性を付与していくかを検討する。

I. 非財務情報の基準設定主体の特徴と変遷

(1) 非財務情報の開示基準を作成してきた主な組織

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、まず、1997年に設立された、サステナビリティに関する国際基準の策定を使命とする非営利団体(NGO)であるGRI(Global Reporting Initiative)があげられる。また、「The International <IR>Framework(国際統合報告フレームワーク)」を2013年に作成したIIRC(International Integrated Reporting Council:国際統合報告評議会)は、2010年に創立された規制者、投資家、企業、基準設定主体、会計専門家及び NGO により構成される国際的な連合組織であり、非財務情報の開示基準を検討してきた主な組織としてあげられる。GRIとともにIIRCの前身であるのが、2004年に設立されたA4S(Accounting for Sustainability)である。

さらに、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、SASB(Sustainability Accounting Standards Board:米国サステナビリティ会計基準委員会)、CDSB(Climate Disclosure Standards Board:気候変動開示基準審議会)、CDP(Carbon Disclosure Project:旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)があげられる²。2012年に設立された非営利組織である SASBは、アメリカ証券法上の Form 10-K(SEC への提出が義務付けられている企業活動の年次報告書)および Form 20-F(アメリカ市場における外国会社が SEC への提出が義務付けられている企業活動の年次報告書)上の重要情報としてサステナビリティ情報を開示させることを意図して基準を策定している点が大きな特徴といえる。CDSB は 2010年に設立された NGO であり、企業や環境関連の 8機関で構成される国際コンソーシアムである。CDP は 2000年に設立された非営利団体であり、CDSB の事務局を担っていた組織である。他の団体のように基準やフレームワークを作成していないが、世界各国の企業に対して、気候変動、森林や水資源の保全などに関する質問票を企業や都市に送付し、そのスコアリングの結果を公表して、企業や自治体などのグローバルな情報開示基盤を提供することを 2002年から始めていた。

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のは、FSB(Financial Stability Board:金融安定理事会)によって2015年に設立されたタスクフォースである 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)である³。2017年に、TCFDは気候変動に関連するリスク・機会情報を企業が金融

² CDP が「旧」カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトと訳されるのは、次項で説明するように、当初は二酸化炭素排出量についての開示からスタートしたが、現在は気候、水、森林など環境情報全般に拡大しているからである。

³ FSB とは, 2009 年に設立された,主要 25 か国・地域の中央銀行,金融当局,財務省,IMF (国際通貨基金),世界銀行等の代表が参加する組織である。金融システムの脆弱性への対

市場参加者に対して一貫した枠組みで開示することを目的とした「Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures(気候関連財務情報開示タスクフォースの提言)」(以下では「TCFD提言」とする)を発表した。この提言は、気候変動関連の事項が金融市場の安定に影響を及ぼすことを懸念し、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標という4つの柱について年次財務報告において開示することを推奨するものであり、具体的な開示項目や開示方法は規定しておらず、その重要性の判断は報告主体に委ねるという原則主義の考え方をとっている。このTCFD提言はそれまでの開示基準と整合性や補完性があり包括的であることなどから、TCFD提言に沿った内容での非財務情報(気候情報)の開示が国際標準になりつつある。

現在のところ、非財務情報の基準設定主体で中心となっているのは、2021年に設立されたISSB (International Sustainability Standards Board:国際サステナビリティ基準審議会)である。これについては後述する。

上記の作成主体の主な相違は,第 1 に,想定している主な情報利用者の観点で,設立年の古い GRI および A4S は,財務資本提供者以外のステークホルダーを想定しているのに対して,それ以外の組織は投資家(財務資本提供者)への情報提供を想定していることである 4 。第 2 に,どのような情報を開示する基準を作成しているかの観点で,GRI,A4S や ISSB は,いわゆる E(環境)・S(社会)・G(ガバナンス)情報全般,IIRC は財務情報と ESG 情報を合わせたもの,そしてそれ以外は主に気候情報に特化しているという相違がある。第 3 に,CDP et al. [2020]および SASB [2020]によると,マテリアリティの考え方として,IIRC,SASB,CDSB,CDP,ISSB および TCFD はシングルマテリアリティに焦点を当てているのに対して,その他の組織はダブルマテリアリティに焦点を当てていると解されるという相違がある。なお,CDP et al. [2020]や SASB [2020]によると,シングルマテリアリティとは,投資者に焦点を当て,短期,中期,長期にわたって企業価値に影響する可能性のあるサステナビリティ関連事項を報告することであり,ダブルマテリアリティとは,より幅広いステークホルダーに焦点を当て,人,環境,経済に対して重大な影響を及ぼす全てのサステナビリティ関連事項を報告することである 5 。

図表 2.1 では、設立年、主な役割、想定している情報利用者、情報の内容およびマテリアリティの考え方について一覧にしている 6。

応や金融システムの安定を担う当局間の協調の促進に向けた活動などを行っている。FSB は TCFD の提言に基づく開示の充実を促すことで、企業の気候変動対応が金融市場における価格形成メカニズムに適切に反映されるよう活動を行ってきた。

6

 $^{^4}$ ただし、小形ほか[2016]では、投資家指向アプローチを提唱する代表的な団体が A4S であると見なされるなど、異なる解釈をする余地もある。

⁵ 他にダイナミック・マテリアリティという考え方もあり、これは影響の対象や程度は時間の経過とともに変化することをいう。

⁶ 具体的な開示内容の相違は、井上[2016]、林[2019]および GPIF[2019]などが詳しい。

図表 2.1 非財務情報開示基準を策定してきた主な組織のまとめ

組織名	設立年	主な役割	情報利用者	情報内容	マテリアリティ
GRI	1997年	持続可能性のための インパクト報	財務資本提供者	ESG 全般	ダブル
		<u>告</u> に関する国際基準を開発する	以外のステーク		
			ホルダー		
A4S	2004年	環境保護活動など、企業の中長期的	財務資本提供者	ESG 全般	ダブル
		な持続性に影響を与える可能性のあ	以外のステーク		
		る情報を外部利害関係者に開示でき	ホルダー		
		るような制度作りを目指す			
IIRC	2010年	ある組織が 長期的な価値をどのよ	財務資本提供者	財務 +	シングル
		<u>うに創造するのかを説明</u> すること		ESG 全般	
		に資する国際的フレームワークを開		7	
		発			
SASB	2011年	中長期視点の 投資家の意思決定 に	財務資本提供者	ESG 全般	シングル
		貢献することを目的に、将来的な財			
		務インパクトが高いと想定される			
		ESG 要素に関する開示基準 を設定			
CDSB	2007年	気候変動に関する情報開示基準の標	財務資本提供者	E(気候)	シングル
		準化によって情報開示を推進する			
CDP	2000年	企業へ送付する質問票の回答を基	財務資本提供者	E(気候・	ダブル
		に、二酸化炭素排出量や気候変動対		水・森林)	
		策への取り組み状況に関する情報を			
		収集, 開示している。機関投資家が			
		投資判断に用いる情報を収集・評価			
		するためのプラットフォーム			
TCFD	2015年	気候変動に関する財務情報開示を推	財務資本提供者	E (気候)	シングル
		進する			
ISSB	2022年	ESG などを含む非財務情報開示を	財務資本提供者	ESG 全般	シングル
		行う際の統一された国際基準を策定			
		する			

(2) 各組織の動向

GRI が設立された 1997 年以降の各組織の主な動向について、年表形式でまとめると、図表 2.2 のようになる。

この表からは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。同じころに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IRフレームワークの公表である。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によるGRIスタンダードと2018年のSASBによるSASBスタンダードの公開である。このうち、GRIスタンダードは企業が経済・環境・社会に与えるプラス及びマイナスのインパクトについて(サステナビリティ報告書で)報告するための包括的な基準である。SASBスタンダードは、11セクター77業種ごとに、企業財務に影響を与えると考えられたESG要素に関する指標を定めた基準である。GRIスタンダードとSASBスタンダードの公開により、非財務情報開示の制度化に向けた動きが出てきたといえる。IRフレームワークが原則主義の考え方を採用しているのに対し、GRIスタンダードとSASBスタ

_

⁷ 非財務情報の開示指針研究会〔2021〕では情報内容には気候情報は含まれないと解釈している。しかし、CSR 報告書などを合わせたものと捉えられることも多く、トヨタ自動車や武田薬品工業などの実際の統合報告書には環境や気候の情報を掲載していることから、ESG 全般としている。

ンダードは詳細な判断基準や判断の目安としての数値基準を定めるという細則主義を採用 している。

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 IIRC の主導のもとで活動する CRD(Corporate Reporting Dialogue:企業報告ダイアログ)が 2 年間のプロジェクトである Better Alignment Project を開始した。このプロジェクトには GRI・CDP・IIRC・SASB・CDSB の 5 団体(以下では「5 団体」とする)が参加し、5 団体の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。

図表 2.2 非財務情報開示基準を策定してきた主な組織の動向

GRI	A4S	IIRC	SASB	CDSB	CDP	TCFD
1997 年 国連環境計画 (UNEP) が公認 する NPO として ボストンで設立 2000 年 GRI ガイドライ ン初版公表 (G1)					2000 年 NGO としてロン ドンで設立	
2002 年 GRI ガイドライ ン第 2 版公表 (G2) アムステ ルダムに本部を 移す					2002 年 CDP Climate Change 質問書を 開始	
	2004 年 英・チャールズ皇 太子 (当時) によ り設立					
2006年10月 GRI ガイドライン第3版(G3) 公表	2006 年報告書					
	2007 年報告書			2007 年 ダボス会議を契 機に設立(事務局 は CDP)		
	2009 年 9 月 A4S フォーラム で IIRC を提案 2009 年 12 月 IIRC を提言					
	MC CHE	A4S の提言に基 づき 2010 年 8 月 設立 2011 年 9 月 IIRC2011DP (コ メント期限 2012 年 6 月) 2012 年 7 月 原案	2011 年サンフラ ンシスコで NPO として設立	2010 年 気候変動フレー ムワーク	2010 年 CDP Water 質問 書を開始 2011 年 地方自治体の調 査を開始 2012 年 CDP Forests 質問	
		2013 年 4 月 公開草案 12 月 IR フレームワー ク	2013 年 3 月 初めての基準(へ ルスケア分野)を 公表		書を開始	

図表 2.2 非財務情報開示基準を策定してきた主な組織の動向 (続き)

GRI	A4S	IIRC	SASB	CDSB	CDP	TCFD
2014 年 GRI ガイドライン第 4 版 (G4) 公表 2015 年 GSSB を基準設定機関として設立 2016 年 サステナビリティ報告基準公表 (GRI スタンダード)			2016年3月 全79業種の暫定 基準の公表が完 了	2015 年 CDSB フレーム ワーク		2015年12月 G20 の要請を 受けて設立
			2017 年 SASB 概念フレ ームワーク 2018 年 11 月 全77 業種に改訂 して SASB 基準 公表		2018年 CDP Climate Change 質問書を TCFD と整合性 を図るように変 更	2017 年 6 月 TCFD 勧告最 終報告書」公表 2020 年 TCFD サミット
2021年 GRI スタンダー ド改訂版公表		2021年 SASB と IIRC が糸 Reporting Foundatio		2021 年 水資源に関する 開示ガイダンス を公表		2021 年 「TCFD 勧告 の実施」「指標, 目標,移行計画 に関するガイ ダンス」の公表
2022 年 GRI スタンダー ド日本語版公表		ISSB は,「サステ	FRS 財団に吸収統合 ナビリティ関連財務 項(IFRS S1)」「気候関	情報の開示に関す		

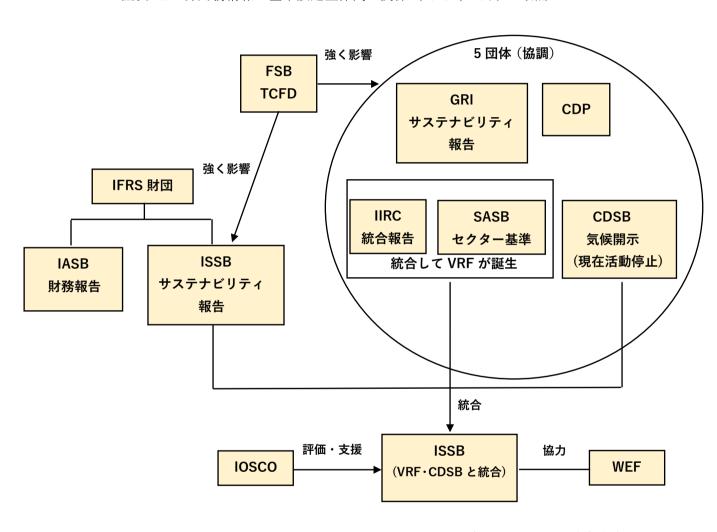
2021年にはIIRCとSASBが合併してVRF(Value Reporting Foundation)が設立され、さらにIFRSを策定するIASB審議会(国際会計基準審議会)を傘下に有するIFRS財団が、国際的なサステナビリティ報告基準を開発するための組織であるISSBの設立を正式に公表した。2022年には、CDSBとVRFがISSBに統合され、CDSBは活動を停止した。ISSBに協力しているのがWEF(World Economic Forum:世界経済フォーラム)であり、ISSBの評価と支援を行っているのがIOSCO(International Organization of Securities Commissions:証券監督者国際機構)である8。

2023 年には、ISSB は TCFD 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

_

⁸ WEFは市場原理,自由貿易,技術革新などを共通の価値観とし,グローバル経済の発展や地球環境の保護,貧困や差別の撲滅,国際平和の推進などのために活動する非営利財団である。IOSCOは証券取引についての国際的なルールの取り決めや効果的な監視を行うことを目的に,世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等から構成されている国際的な機関であり、日本の金融庁もメンバーとなっている。

-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もので、ISSB 基準の基盤となる包括的な基準である 9。IFRS S2 号は、気候に関するテーマ別要求事項を定めた基準である 10。IOSCO は 2023 年 7 月にプレスリリースを公表し、IFRS S1 号と IFRS S2 号は資本市場がサステナビリティ関連財務情報の利用を進展させるためのグローバルフレームワーク



図表 2.3 非財務情報の基準設定主体間の関係 (2023年 10月の時点)

森(2021)をもとに筆者作成

⁹ IFRS S1号は、開示を作成する際の基本的事項を定めた部分と、「識別したサステナビリティ関連のリスクおよび機会」に対して具体的に適用されるテーマ別要求事項が存在しない場合に従うべき事項を定めた部分(コア・コンテンツ)から構成されている(小西・桐

原:2023)。

¹⁰ IFRS S2号は単独で適用することは出来ず、常にIFRS S1号を同時に適用することが義務づけられている(小西・桐原: 2023)。

として、またグローバルに統合された金融市場が関連するサステナビリティのリスクと機会を正確に評価することを支援するためのグローバルフレームワークとして適切であると判断し、IFRS S1 号と IFRS S2 号をエンドースメント(承認)したことを公表した。

以上のことから、2023 年 10 月現在では、非財務情報の基準設定主体は ISSB に集約されたと言える。また、IFRS S1 号と IFRS S2 号の公表とエンドースメントにより、企業の外部報告の新しい時代が開かれたと言えよう。

今まで述べた非財務情報の基準設定主体間の関係(2023年10月時点)をまとめると、 図表2.3のようになる。

Ⅱ. 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、EU・アメリカ・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あろうか。図表 2.4 は、2016 年以降の EU・アメリカ・日本の非財務情報の開示における主な対応をまとめたものである。以下では、これをもとに、近年の EU・アメリカ・日本の非財務情報の開示における対応を述べていくこととする。

(1) EU

EUでは、2003年の「Directive 2003/51/EC(会計法現代化指令)」において、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)も年次報告書において含めなければならないと規定された。2006年の「Directive 2006/46/EC(EU指令)」においては、上場企業に対し、コーポレートガバナンス報告書の作成を義務付けた。さらに、2014年に欧州議会及び欧州理事会は、TCFD提言に沿った大規模企業に非財務情報の開示を義務付ける「NFRD(Non-Financial Reporting Directive: 非財務情報開示指令)」を採択し、従業員が500人を超える社会的影響度の高い企業(上場企業、銀行や保険会社)に対して非財務報告の開示を求め、2017年には開示の義務化がされている。このためにEC(欧州委員会)は「Guidelines on non-financial information(EU非財務情報ガイドライン)」を公表した。これらの規制は、EUに加盟する各国において法制化されている。さらに、EUは2017年に「Regulation (EU) 2017/821(EU紛争鉱物規制)」を制定し、紛争鉱物(タンタル、錫、タングステン、金)を使用している企業に開示を義務づけた。これは「指令」ではないので各国での法制化は必要なく、各国に強制的に適用されることになる。

2018年からは、NFRD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。
2019年には、ECのTechnical Expert Group on Sustainable Finance(サステナブルファイナンスに関する技術専門グループ)はNFRDにおける気候関連情報の開示について、その内容を補足するための任意のガイドラインである「Guidelines on Reporting Climate-related Information(気候関連開示ガイドライン)」を公表した。このガイドラインでは、TCFD提言の要素を盛り込む形で、気候変動に負の影響を与える企業のリスクなどのリスクと企

業・気候・社会が得る機会が整理された。

図表 2.4 2016 年以降の EU・アメリカ・日本の非財務情報の開示における主な対応

	EU	アメリカ	日本
2016年		非財務情報に関するRegulation S-K の改正意見をSECが公表	
2017年	NFRDに関するガイドラインが施行		経済産業省が「価値協創のための統合的 開示・対話ガイダンス」を策定
2018年	NFRDの施行		・DWGが「資本市場における好循環の実現に向けて」を公表・経済産業省がTCFDガイダンスを公表
2019年	ECが気候関連開示ガイドライン を公表	・議会上院に気候リスク開示法案 が提出 ・議会下院にESG 開示簡素化法案 が提出	金融庁が「記述情報の開示に関する原則」 を公表
2020年		SECがRegulation S-Kの改定で、 人的資本に関する情報開示を義務 化	・JPXと東証が「ESG情報開示実践ハン ドプック」を公表 ・金融庁が「記述情報の開示の好事例集 2020」を公開
2021年	ECがCSRD案を公表	・SECが気候とESG情報に関する タスクフォースの設置を公表 ・NASDAQの上場規則改正で、 取締役会メンバーの多様性の情報 開示が義務化	・東証・金融庁から、コーポレートガパ ナンス・コードと投資家と企業の対話 ガイドラインの改訂が公表 ・FASFがSSBJの設置を公表 ・金融庁が「記述情報の開示の好事例集 2021」を公開
2022年	・EFRAGがESRS公開草案の第1 弾を公表 ・EU理事会でCSRD案の最終承認	SECが気候関連開示を義務化する 内容の規則案を公表	・FASFによりSSBJが設立 ・DWG報告「一中長期的な企業価値向上 につながる資本市場の構築に向けて一」 の公表 ・金融庁が「企業内容等の開示に関する 内閣府令」等の改正案を公表
2023年	・CSRDの発効 ・ECがESRSを採択	気候関連開示の規則が適用?	・改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」等が公布・施行 ・金融庁が「記述情報の開示の好事例集 2022」を公開 ・SSBJが日本版S1基準と日本版S2基準 の開発を審議テーマとすることを決定
2024年	NFRDの対象企業等に対する CSRDの適用(予定)		
2025年	NFRDの対象でない企業に対する CSRDの適用(予定)		

藤野(2021)をもとに筆者作成

さらに、2021年には NFRD を置き換える新たな指令として、EC は「CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive:企業のサステナビリティ情報の報告に関する指令)」を公表した。主な改定内容は対象企業の拡大、開示情報の監査・保障の要求、開示事項の詳細化、開示のデジタル化となっており、より厳しい形での開示が大規模な企業・EU 規制市場へ上場している企業に求められることになった。2022年4月、サステナビリティ報告に関する基準を策定している EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group:欧州財務報告諮

問グループ)より「ESRS (European Sustainability Reporting Standards:欧州サステナビリティ報告基準)」の公開草案の第1弾が公表された。ESRS は CSRD の下位に位置づけられる基準 (CSRD の細則)で、サステナビリティ報告を行う場合に開示すべき内容を細則主義により細かに規定するものであり、環境、社会、ガバナンスを幅広くカバーしている。ESRSは TCFD の4つの柱を基礎としており、対象はマルチ・ステークホルダーとなっている。

CSRDは2022年6月にEU理事会(閣僚理事会)により最終承認され、2023年に発効された。今後は、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。2023年には、ECはESRSを採択したと発表した。

また、大鹿[2023]によると、機関投資家に対しては、2019 年 12 月に EU が発表した「欧州グリーンディール」の中で、経済成長を維持しながら 2050 年にカーボンニュートラルを達成することを目標としたことから、 SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation: サステナブルファイナンス開示規則)を採択しており、サステナブルな投資をおこなうことを促している。

(2) アメリカ 11

アメリカでは SEC が、1933 年の証券取引法制定以来、Form 10-K や Form-10Q (SEC への 提出が義務付けられている四半期報告書に相当する書類)などにおける非財務情報開示を Regulation S-K (中小企業については Regulation S-B, また財務情報は Regulation S-X が規定) で規定してきた。環境情報に関する開示要求は、1971年に公害問題の社会的な高まりから 環境に対する規制が採択されたことを契機として,環境情報を企業のリスク情報と捉えて 開示要求を行っている。例えば、1976年から、環境管理設備に係る重要な資本支出の推計 額に係る年次報告書上の開示を要請している。その後目立った動きはなかったものの,京都 議定書などやダボス会議などの国際的な気候変動関連の取り組みを受けて 2010 年 2 月に SEC は Regulation S-K における開示の解釈通達である「Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change (気候変動関連開示に係るガイダンス)」を公表した。主 な開示事項としては, 環境管理設備への重要な資本支出額や, 財務的に重要な環境関連の行 政・訴訟手続があげられる。さらに、2012年に金融改革法「Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (ドッド=フランク・ウォール街改革・消費保護法)」に係る開 示規則を採択し,規制対象鉱物(タンタル,錫,タングステン,金)を使用している企業に 新規の様式(Form SD)で紛争鉱物の開示を義務づけた(紛争鉱物報告書等)。この法改正を 受けて,2015 年に Regulation S-K において CEO と全従業員の賃金格差(Pay ratio)に係る 開示も要請している。

2016年には、SEC は非財務情報に関する Regulation S-K の改正意見を公表した。2019年には、議会上院に「Climate Risk Disclosure Act(気候リスク開示法案)」が、議会下院には「ESG Disclosure Simplification Act(ESG 開示簡素化法案)」が提出された。2020年には、SEC は Regulation S-K に規定される開示項目を改定し、アメリカの証券市場の上場企業に対

¹¹ みずほ情報総研[2019]や植田[2020]等を参考に概説する。

して人的資本に関する情報の開示を義務づけた。また、州レベルの非財務情報開示制度の例としては、2010年に成立し、2012年に発効したカリフォルニア州の「California Transparency in Supply Chains Act(カリフォルニア州サプライチェーン透明法)」が挙げられる。これは、サプライチェーン上の奴隷制や人身売買に関連する情報開示を求めるものである。

2021年に入ると、SEC は気候と ESG 情報に関するタスクフォースを設置することを公表した。加えて、SEC は NASDAQ(ナスダック)による上場規則改正を認可した。この改正で、NASDAQ の主要上場企業は、取締役会メンバーの 2 名以上を「多様(Diverse)」とされる要件を満たす者から選任するよう求められるようになった。2022年には、TCFD 提言を基礎とした「The Enhancement and Standardization of Climate-related Disclosures for Investors(気候関連開示を義務化する内容の規則案)」を公表し、市中協議を開始している。

(3) 日本

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。鈴木[2016]によると、1948年に制定された「有価証券報告書作成要領」においても財務諸表を含む会計情報の記載以外の部分があることから、日本における非財務情報の法定開示はここまで遡れることがわかる

2017 年に「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」が経済産業省により策定さ れた。このガイダンスは、企業と投資家が情報開示や対話を通じて互いの理解を深め、価値 協創に向けた行動を促すことを目的として策定されたものである。2018 年には,金融庁が 設置した金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ(DWG)による報告「資本 市場における好循環の実現に向けて」において,財務情報と,経営戦略,経営者による経営 成績等の分析, リスク情報などの非財務情報の充実, 建設的な対話に向けたガバナンス情報 の提供,情報の信頼性・適時性の確保に向けた取り組みが提示された。経済産業省はグリー ンファイナンスと企業の情報開示の在り方について,「気候関連財務情報開示に関するガイ ダンス (TCFD ガイダンス)」を作成・公表した 12。2019 年には、企業の情報開示について の開示の考え方、望ましい開示の内容や取組み方を示す「記述情報の開示に関する原則」を 金融庁が公表した。2020年には、日本取引所グループ(JPX)と東京証券取引所が「ESG 情 報開示実践ハンドブック」を公表した。加えて,金融庁は「記述情報の開示の好事例集」を 2020年~2022年の各年で公開を行っている。2021年には,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, FASF (財務会計基準機構) は SSBJ (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。また,

-

¹² 2022 年には、改訂版の「気候関連財務情報開示に関するガイダンス 3.0 (TCFD ガイダンス 3.0)」が公表されている。

金融庁は「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案を公表した。改正案では、サステナビリティ情報とコーポレートガバナンスに関する情報についての開示が拡充されている。改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」等は2023年1月31日に公布・施行され、2023年3月31日以後終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用されることとなった。

さらに、2022年に公表された内閣府令によれば2023年度に気候変動を含むサステナビリティと「人的資本・多様性等」に関する記載が義務化される予定である。一方で、紛争鉱物に関する開示規制はない。また、民間規制ではあるが、東京証券取引所における有価証券上場規程では上場企業は「コーポレートガバナンスに関わる報告書」を提出しなければならない。

Ⅲ. 非財務情報の監査と保証

(1) 非財務情報の監査と保証の現状

前節で紹介した、欧米における非財務情報の法定開示ついて、みずほ情報総研[2019]によると次のように信頼性が付与される。アメリカの紛争鉱物報告書に対しては、紛争鉱物の原産地および加工・流通過程の管理に係るデューディリジェンスを実施するために取られた施策について独立監査が求められる。また、カリフォルニア州のサプライチェーン透明法に基づく開示では、サプライヤーによる、自社のサプライチェーンにおける人身売買や奴隷制に係る基準の遵守を評価するためのサプライヤーに対する監査が必要である。なお、その検証業務が独立した者でなく、予告なしで行った監査でない場合は、その旨を開示しなければならない。

EU の 2003 年の「会計法現代化指令」において年次報告書に含められた非財務主要業績評価指標は、財務諸表に係る監査の枠組みの中で、監査法人等による財務諸表との整合性チェック及び法定要求事項が開示されているかを確認する網羅性チェックがなされる。コーポレートガバナンス報告書については、コーポレートガバナンス・コードの遵守状況について、監査法人等により、EU 指令の要求事項が開示されているかを確認する網羅性チェックがなされる。NFRD に基づく開示書類では監査法人等により、法定要求事項が開示されているかを確認する網羅性チェックがなされる。さらに、EU 紛争鉱物規制に基づく開示では、鉱物や金属のサプライチェーンに係るデューディリジェンスの実施活動・プロセス・体制を含む第三者の監査報告書、もしくは、サプライチェーンのデューディリジェンス・スキームの遵守の証明書を付さなければならない。

(2) 非財務情報の保証に関する国際基準

IAASB(The International Auditing and Assurance Standards Board:国際監査・保証基準審議会)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「International Standard on Assurance Engagements 3000、Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information」(監査及びレビュー業務以外の保証業務)が公表されているが、今後の非財務情報の信頼性付与に向けて、この IAASB [2013]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ている。

ここで IAASB [2013]および宮本 [2016]によると、保証業務とは、業務実施者が主題情報(つまり基礎にある主題を規準に照らして測定または評価した結果)について、責任当事者以外の想定利用者のその結果に対する信頼の程度を高めることを意図して結論を表明するために十分かつ適切な証拠を入手することを目的として実施する業務である。

IAASB から 2021 年4月6日付けで「Non-Authoritative Guidance on Applying ISAE 3000 (Revised) to Sustainability and Other Extended External Reporting (EER) Assurance Engagements」が公表されている。これを受けて、日本公認会計士協会(JICPA)でもガイダンス文書の検討を行い、2022 年5月に「我が国におけるサステナビリティ及びその他の拡張された外部報告(EER)に対する保証業務に関するガイダンス(試案)」が公表された。ここで、JICPA [2022]によると、EER 情報とは、貸借対照表又は損益計算書及び関連する開示に典型的に含まれる過去財務情報の範疇を超えたものである。具体的には、温室効果ガス排出量、統合報告、知的資本、IFRS に基づいて作成された財務諸表に関する経営者による説明、公共部門サービスの成果又は金額に見合った価値を示す計算書、サステナビリティ(環境、社会、ガバナンス)が含まれるとされている。

(3) 保証業務に関する学術的議論

松本 [2012]によると、保証水準は保証対象(主題情報)固有の検証可能性×保証手続=保証水準で表わされる。保証水準に応じて、合理的保証と限定的保証が与えられる。松本[2012]は、これは財務情報を前提とする議論ではあるが、保証対象固有の検証可能性に違いがあり、保証手続に違いがあるものの、非財務情報に置き換えて議論することは可能であるとしている。

宮本 [2016]は、企業内容開示制度において有価証券報告書の要記載事項となっている「事業等のリスク」情報を取りあげ、その信頼性付与に対する実行可能性を論じている。宮本 [2016]は、情報の内容を保証対象とした場合、非財務情報の有する主観性の強さや将来指向的な性質、評価規準策定の困難さ等から、形式的な基準準拠性を保証するに留まり、実質判断を要する適正性や合理性を保証することは困難であることを指摘しており、プロセスを保証対象とし、その適切性や有効性を保証することを支持している。越智 [2015]も同様の主張をしている。また、山崎 [2016]も非財務情報の性質やその評価規準策定の困難さから、情報そのものへの保証水準が低くならざるを得ない非財務情報の保証においては、プロセスに対する保証の重要性が高まると指摘している。

岡野 [2018]は、2013 年 10 月時点で IIRC のパイロットプログラムに参加していた企業 100 の 2015 年から 2016 年にかけて公表された統合報告書の保証報告書について保証業務の実態を調査・検討している。何らかの保証が付与されていることを確認できたのは 62 社であり、そのうち保証報告書を入手できたのは 59 社であった。岡野 [2018]は保証業務の多くは、IAASB [2013]か AccountAbility が公表している AA1000AS を用いて行われていることを指摘し、会計士は IAASB [2013]を用い、非会計士は AA1000AS を用いていることを明らかにしている 13。そして会計士と非会計士という保証主体の相違による、保証業務の特徴の差は

¹³ AccountAbility (The Institute of Social and Ethical Accountability) は,持続可能な発展につ

急速に縮小してきているうえ、保証報告書での組織の弱点へのコメントや改善に向けた助 言の提供のように、会計士の有する独立性の価値を毀損させる可能性という問題をはらん でいることを指摘している。

参考文献

- 板津直孝. [2022].「気候関連情報開示を要請する米国の動向」『野村サステナビリティクォータリー』2022年夏号:66-77.
- 一般財団法人 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/kigyoukaikei/pdf/csrreports30report.pdf 井上定子. [2016].「サステナビリティ報告のガイドラインについて—GRI と IIRC を中心として—」『横浜経営研究』 37 (2): 521-540.

植田敦紀. [2020]. 「米国におけるサステナビリティ会計の展開」『會計』198(5): 14-27.

大鹿智基. [2023]. 『非財務情報の意思決定有用性 情報利用者による企業価値とサステナビリティの評価』中央経済グループパブリッシング.

小形健介・井上定子・植田敦紀・八木裕之. [2016]. 「国際統合報告評議会 (IIRC) の組織編成と統合報告フレームワークの形成」『横浜経営研究 』 37 (2): 137-148.

岡野泰樹.[2018].「統合報告書に対する保証業務の実態とその理論的検討」『現代監査』(28): 37-48.

笠原悠莉. [2021].「アップデート! 非財務情報開示の今 第 5 回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2021年10月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2021/12/jk-accounting-disclosure-2021-11.html 倉持亘一郎. [2021].「アップデート! 非財務情報開示の今 第 2 回 非財務情報の開示を巡 る国内外の動向(2021 年 7 月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2021/10/jk-accounting-disclosure-2021-08.html

国際人権 NGO ヒューマンライツ ・ナウ. [2018]. 『非財務情報(ESG) 開示をめぐる国際的動向と提言-ビジネスと人権に関する国別行動計画 (National Action Plans)への提案-』.

http://hrn.or.jp/wpHN/wpcontent/uploads/2018/05/b355a05350281611040192d4861fc01b.pdf 越智信仁. [2015]. 「統合報告書の信頼性付与に向けた考え方」『尚美学園大学総合政策論集』 (20): 1-14.

小西健太郎・桐原和香. [2023]. 「SSBJ 解説 IFRS S1・S2 号の全体像」 『企業会計』 75(10): 16-31.

小林圭司. [2021]. 「アップデート! 非財務情報開示の今 第 10 回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2022年7月~9月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2023/06/jk-accounting-disclosure-2022-11.html 鈴木和哉. [2016].「有価証券報告書と証券取引委員会―証券取引法会計形成過程の一断片―」

ながる説明責任の推進を目指す国際的な非営利組織(NGO)であり、イギリスを本拠地としている。

『立教経済学研究』69(3):157-196.

関口智和. [2021].「アップデート!非財務情報開示の今 第 1 回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2021年6月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2021/10/jk-accounting-disclosure-2021-07.html

関口智和. [2022].「アップデート!非財務情報開示の今 第 7 回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2021年12月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2022/02/jk-accounting-disclosure-2022-01.html

辻野幸子.[2021].「アップデート! 非財務情報開示の今 第6回 非財務情報の開示を巡る国内外の動向(2021年11月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2022/02/jk-accounting-disclosure-2021-12.html

新名谷寛昌.[2021].「アップデート!非財務情報開示の今 第4回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2021年9月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2021/12/jk-accounting-disclosure-2021-10.html

新名谷寛昌.[2022].「アップデート!非財務情報開示の今 第9回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2022年4月~6月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2022/11/jk-accounting-disclosure-2022-07.html

日本公認会計士協会. [2022]. 『【Global Sustainability Insights】 Vol.6 米国 SEC の気候関連開示に関する規則案の概要』

https://jicpa.or.jp/specialized_field/ITI/files/0-0-0-2-20220602.pdf

- 林寿和. [2019]. 「多様化する ESG 情報開示基準等の果たす役割と課題: GRI・IIRC・SASB・TCFD の比較分析を通じて」『資本市場』(407): 26-35.
- 非財務情報の開示指針研究会. [2021]. 『サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて-「非財務情報の開示指針研究会」中間報告 -』.

https://www.meti.go.jp/press/2021/11/20211112003/20211112003-2.pdf

藤野大輝. [2021].「ESG 情報の開示基準は統一へ向かうのか 開示基準設定機関の協調, IFRS での検討,各国・地域での対応が進む」.

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20210205_022077.html

藤野大輝・大和敦. [2021].「乱立するESG 情報の開示基準とその現状 ESG に積極的な企業は主要な各種基準の特徴や違いを把握すべき」.

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20210112_022016.pdf

松本祥尚. [2012]. 「非財務情報に対する信頼性付与の必要性」『會計』182(3): 384-396. 水口剛. [2022]. 「非財務情報を活用した企業評価」『日経研月報』10:2-7.

みずほ情報総研株式会社. [2019]. 『ESG要素を中心とする非財務情報に係る諸外国の開示制度等に関する調査報告書』. https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190329/01.pdf 宮永雅好. [2019]. 「ESG 経営と非財務情報の開示」『経営センサー』214:12-18.

宮本京子. [2016]. 「企業リスク情報に対する保証業務の実行可能性」『現代監査』26:12-23.

森洋一. [2021]. 「非財務基準設定主体の連携とValue Reporting Foundation (VRF)設立」『第1回 非財務情報の開示指針研究会』資料5.

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/hizaimu_joho/pdf/001_05_00.pdf.

山崎秀彦. [2016]. 「非財務情報の信頼性の保証」『會計』189(2):81-95.

渡部瑞穂. [2021].「アップデート! 非財務情報開示の今 第3回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2021年8月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2021/10/jk-accounting-disclosure-2021-09.html

渡部瑞穂. [2022].「アップデート! 非財務情報開示の今 第8回 非財務情報の開示を巡る 国内外の動向(2022年1月~3月までの動向)」.

https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2022/06/jk-accounting-disclosure-2022-04.html

CDP, CDSB, GRI, IIRC and SASB. [2020]. Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting

GPIF. [2019]. 『ESG に関する情報開示についての調査研究』. https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf

CSR デザイン環境投資顧問株式会社. [2019]. 『ESG 開示法規制及び関連ガイドライン (米国・カナダ) に関する調査報告』.

http://greenfinanceportal.env.go.jp/pdf/Disclosure_US_1.pdf

IAASB. [2013]. ISAE 3000 (Revised), Assurance Engagements Other than Audits or Review of Historical Financial Information, Final Pronouncement (December).

IIRC. [2013]. The International <IR> Framework, International Integrated Reporting Council. (日本語訳)

JICPA. [2022].『「我が国におけるサステナビリティ及びその他の拡張された外部報告(EER) に対する保証業務に関するガイダンス(試案)」について』.

https://jicpa.or.jp/specialized_field/files/1-8-0-2a-20220523.pdf

SASB. [2020]. 『SASB 実施入門書(日本語版)』.

https://rief-jp.org/wp-content/uploads/SASBImplementationPrimer-Final-Japanese.pdf

(矢内一利・若林利明)

I. Background

Global investors increasingly utilize non-financial information, such as Environmental, Social, and Governance (ESG) information, when making investment decisions (Leva, 2020). The International Sustainability Standards Board (ISSB) issued its first two standards on sustainability reporting, IFRS S1 and S2, on June 26, 2023. The publication of these standards represents an important milestone in the standardization of global corporate sustainability reporting, as they are intended to improve the comparability of global ESG standards by lowering the cost of preparing ESG information and increasing the usefulness of ESG disclosures for investors in making decisions (Deloitte, 2023).

Differences in institutional settings and regulatory environments play a significant role in the value relevance of the disclosed environment. Japan has the one of the largest fastest growing and the highest number of companies that disclose ESG information among other developed economies (KPMG, 2021). In the future, both of 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). Our study aims to investigate the information usefulness of climate-related information required by IFRS S2 industry-based climate-related disclosures by examining the relationship between climate (non-financial) disclosure and stock prices. Research on the economic relevance and information usefulness of climate disclosures has important implications for how capital markets allocate capital and value shares (Nichols and Wahlen, 2023).

II. Literature Review

The IFRS S1 Disclosure of Sustainability-related Financial Information standards aims to disclose sustainability and climate-related risks and opportunities information that is useful for general users of financial statements for decision-making related to investment (IFRS, 2023a, 2023b). In particular, the standard argues that ESG-related information reflects the result of the interaction between the company and stakeholders involved in the company's value chain, which affects the company's ability to generate cash flows (IFRS, 2023a). The value relevance of accounting information has evolved alongside the transition from an industry-based to a service-based economy (Barth *et al.*, 2023).

Empirical literature has found that the value relevance of voluntary environmental information and sustainability reporting is mixed (Cordazzo *et al.*, 2020; Moneva and

Cuellar, 2009). Cordazzo *et al.* (2020) argued that most of those empirical studies are outdated since they examined the value relevance of environmental disclosure prior to the declaration of the 2015 UN Sustainable Development Goals that significantly promote the ESG awareness to the general public. However, the introduction of the S1 and S2 sustainability-related financial information disclosure standards by IFRS in June 2023 signified that regulatory bodies of developed countries are moving forward to incorporate the environmental disclosure requirements into their jurisdictions as early as 2025 (Toplensky, 2023). As the corporate regulatory environment is moving towards enhancing the disclosure of ESG information, it is important to investigate the value relevance of non-financial information for capital market participants in the developed economy. Assuming that environmental information disclosure is value-relevant for stockholders and higher emission is penalized by the market due to ethical reasons or its adverse effect on cash flow (Deegan, 2004); the following alternative hypothesis proposes a negative association between the magnitude of a corporation's disclosure of emissions (based on the IFRS S2 Climate-related Disclosures) and share price:

H1: The share price is negatively associated with the extent of emission information disclosed by the company according to IFRS S2 Climate-related Disclosures.

III. Research Method

This study employs four environmental emission disclosure information downloaded from TERRAST database: total greenhouse gas emissions, energy consumption, water usage, and total waste. The stock price and financial information variables are obtained from the NEEDS FinancialQuest database. A final sample of 776 firm-years observations from fiscal year 2013 to 2022 (10 fiscal years) that consist of 161 distinct firms and 16 industries is obtained.

Following Ohlson's (1995) value relevance model, we integrate all the environmental emission disclosure information proposed by the IFRS S2 standards with the equity book value and earnings (net income) as the primary measures of accounting information relevance in Equation 1. All variables in the pricing models shown in Equation 1 are deflated by the number of shares outstanding to control for scale effects (Cordazzo *et al.*, 2020).

$$\begin{aligned} MV_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 for EPS_{it} + \alpha_4 GHG_T_{it} + \alpha_5 ENE_{it} + \alpha_6 WAT_USE_{it} + \alpha_7 WST_{it} + FY_{Dummy} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{1}$$

where:

 MV_{it} = end of fiscal year closing stock price-per-share (25-day moving average) at fiscal

	year t of the firm i
$BV_{it} =$	equity book value-per-share, equity book value deflated with number of shares
	outstanding at fiscal year t of the firm i
$EPS_{it} =$	net income per share, net income deflated with number of shares outstanding at fiscal
	year t of the firm i
$for EPS_{it} =$	forecasted net income per-share, forecasted net income deflated with number of
	shares outstanding at fiscal year t of the firm i
$GHG_T_{it} =$	total greenhouse gas emissions deflated with number of shares outstanding at fiscal
	year t of the firm i
$ENE_{it} =$	energy consumption deflated with number of shares outstanding at fiscal year t of the
	firm i
$WAT_USE_{it} =$	water usage deflated with number of shares outstanding at fiscal year t of the firm i
$WST_{it} =$	total waste deflated with number of shares outstanding at fiscal year t of the firm i

IV. Preliminary Findings

The industry & year fixed effects panel data regression estimation results of Equation 1 where the standard errors are adjusted for 16 industry clusters are presented in the following Table 1 where the estimation results for individual and aggregate environmental emission information are presented.

Table 1 Information Relevance of Environmental Emission Information with Net Income as the Measure of Earnings and MV as the Dependent Variable

	(1	.)	((2)	((3)	((4)		(5)
VARIABLES	GHG_T		ENE		WAT_USE		WST		All Variables	
	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval
Constant	382.669	0.240	363.153	0.268	368.221	0.250	400.099	0.210	387.909	0.216
BV	0.230	0.129	0.229	0.130	0.233	0.123	0.234	0.115	0.237	0.107
EPS	9.005	0.006***	9.053	0.005***	9.067	0.005***	9.167	0.005***	9.171	0.004***
for_EPS	3.989	0.257	3.970	0.253	3.954	0.259	3.889	0.262	3.945	0.246
GHG_T	-0.003	0.074*							0.002	0.521
ENE			-0.000	0.022**					-0.000	0.023**
WAT_USE					-0.026	0.003***			-0.026	0.002***
WST							-0.061	0.041**	-0.068	0.082*
Observations	77	' 6	7	76	7	76	7	76	,	776
R-squared	0.6	99	0.	699	0.	700	0.	701	0	.703
Industry FE	YI	ES	Y	ES	Y	ES	Y	ES	.	YES
Year FE	YI	ES	Y	ES	Y	ES	Y	ES	7	YES

The results from Table 1 suggest that after controlling for equity book value and earnings (net income), all of the individual environmental-related information (total greenhouse emission, energy consumption, water usage, and waste) is statistically significant and negatively associated with stock price. Companies with poor environmental emission performance is punished by the market in the form of lower stock price. This finding suggests that environmental information is value relevant for investors, which means that we fail to reject the alternative hypothesis H1. However, when all of the environmental disclosures are considered (Column 5), the extent of greenhouse gas emissions is not relevant when other environmental-related information is disclosed. Future analysis will be performed to explain this result.

As an additional sensitivity analysis, we employ earnings before extraordinary income as a measure of earnings instead of net income when calculating EPS. The regression estimation results of the alternative measure of earnings in Table 2 shows that the results are qualitatively similar to Table 1, suggesting the reliability of earnings employed in the pricing model.

Table 2 Information Relevance of Environmental Emission Information with Earnings Before Extraordinary Income as the Measure of Earnings and MV as the Dependent Variable

	(1)	((2)	((3)	(4)	((5)
WADIADIEC	GHG_T		ENE		WAT_USE		WST		All Variables	
VARIABLES	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval	Coef.	pval
Constant	151.046	0.636	122.816	0.702	129.486	0.683	161.451	0.603	154.194	0.617
BV	0.178	0.208	0.178	0.211	0.181	0.201	0.182	0.185	0.185	0.173
EPS	7.303	0.027**	7.374	0.022**	7.416	0.024**	7.450	0.024**	7.342	0.026**
for_EPS	3.020	0.359	2.960	0.352	2.899	0.371	2.916	0.368	3.048	0.347
GHG_T	-0.006	0.054*							-0.000	0.912
ENE			-0.000	0.010***					-0.000	0.009***
WAT_USE					-0.018	0.006***			-0.018	0.004***
WST							-0.065	0.035**	-0.063	0.099*
Observations	77	6	7	76	7	76	7	76	7	776
R-squared	0.7	21	0.	721	0.	721	0.′	723	0.	724
Industry FE	YE	ES	Y	ES	Y	ES	Y	ES	Y	YES
Year FE	YE	ES	Y	ES	Y	ES	Y	ES	Y	YES

References

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.

Deegan, C. (2004), "Environmental disclosures and share prices—a discussion about efforts to study this relationship", *Accounting Forum*, Vol. 28 No. 1, pp. 87–97, doi: 10.1016/j.accfor.2004.04.007.

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-ifrs-s1-s2 (accessed 12 September 2023).

IFRS. (2023a), IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-Related Financial Information.

IFRS. (2023b), IFRS S2 Climate-Related Disclosures.

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.

(Frendy·大鹿智基)

第4章 非財務情報の開示に関する質問票調査

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進んでいる。このような非財務情報の開示が進んでいくことで,非財務情報の株式市場における評価が行われていることが予想される。この検証を行う際には,データベースで入手できる非財務情報のデータを用いた分析が必要であろう。しかし,質問票調査を行って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の市場における評価を分析できることが考えられる。これは,非財務情報と企業価値との関連についての新たな理論構築に資するといえよう。

以上のことから,本章では,主に本研究グループで行う予定の質問票調査について述べることとする。

I. 過去の非財務情報の開示に関する質問票調査

近年,非財務情報の開示の実態や開示に伴う課題については,KPMGジャパン[2021],KMPGサステナブルバリュー・サービスジャパン[2022],デロイトトーマツグループ [2022]などの質問票調査が行われている。これらの質問票調査により,非財務情報の開示が進んでいる一方で,どのような項目の開示を行うべきかについて模索していることが明らかになっておいる。また,非財務情報の開示のプロセスにおいても,データの収集等について様々な課題があることが,過去の質問票調査の結果からうかがえる。

Ⅱ.本質問票調査の概要

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。

本スタディ・グループにおける質問票調査では、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。

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 2024 年 3 月末までに回答を得られるように送付する予定である。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。

Ⅲ. 質問票調査の内容

質問票は,以下の内容となる予定である。

(1) サステナビリティ・ガバナンス

サステナビリティ・ガバナンスについては、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 織上の位置づけなどについての質問を設定する予定である。

(2) 投資家とのエンゲージメント

投資家とのエンゲージメントについては、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予定である。

(3) 非財務情報の定量データ

非財務情報の定量データについては、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予定である。

(4) マテリアリティと KPI

マテリアリティと KPI については、調査対象企業のマテリアリティの特定、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(財務的価値)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予定である。

(5) 開示

開示については、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、質問を設定する予定である。

(6) 第三者保証

第三者保証については,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予定である。

Ⅳ. 質問票調査で明らかにすること

質問票調査の回答をと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価値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価値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。

V. 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いく。そのうえで、2023 年末までには質問票調査の質問項目を確定さ せる予定である。

参考文献

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/kigyoukaikei/pdf/csrreports30report.pdf 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

- 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

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

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
- 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/Earthcompany sustainabilityresearch.pdf
- Ernest & Young. [2023]. 『コーポレートレポーティングで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 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 KMPG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

(矢内一利)

第5章 非財務情報を利用した管理会計研究

I 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。

Ⅱ 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枠組みの検討に向けて、主に3点の研究課題に取り組んだ。まず第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に探索的な分析を実施した。

ESG は企業の財務業績に正の影響を与えることがいくつかの研究で示されている(Chen et al. 2023, Velte, 2019 など)。そこで,ESG 情報の開示への取り組みの代理変数として,Bloomberg ESG 開示スコア $^{(14)}$ (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,これを説明変数とした。これらの説明変数が財務業績(ROIC,WACC,NOPAT)にいかなる影響を及ぼしているのかについて探索的な分析を行った。分析に使用するデータは,すべて Bloomberg Anywhere を通じて取得し,東証プライム上場企業の 2013年度から 2022年度の 10年間のデータを取得した。なお,ESG 開示スコアおよび E、S、G 各スコアについては 1年間のラグを取ったうえで分析に投入した。

本研究の結果は、ESG が企業の財務業績に正の影響を与えるという先行研究の結果とは 必ずしも整合するものではなく、本研究結果の妥当性を評価するためには、より精緻な分析

_

 $^{^{(14)}}$ 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。

を行う必要がある。本研究で用いたデータのなかには、コロナ禍 (2020 年度から 2022 年度) のデータも含まれているため、当該期間の影響を考慮した分析が求められる。また、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)を用いた追加分析も改めて実施する必要がある。

追加的な分析を経て ESG が企業業績に対して影響を及ぼすことが確認された場合であっても、ESG と管理会計の有機的な連携について検討するうえでは、両者の間に存在するロジックを明らかにしなければならない。ESG への取り組みが、どのようなプロセスを経て企業業績に影響を及ぼすのかについてのさらなる検討が求められる。

図表 5.1 ESG スコアと企業の財務業績の関係性に関する分析結果

Dependent variable:			
	(1) ROIC	(2) WACC	(3) NOPAT
Constant	5.552***	9.685***	-118,840.800***
	(1.767)	(0.278)	(16,650.850)
ESG_SCORE_lag	-0.010	0.006	2,022.836***
	(0.073)	(0.011)	(686.456)
E_SCORE_lag	-0.017	-0.011**	164.062
	(0.028)	(0.004)	(259.780)
S_SCORE_lag	0.025	0.016**	1,466.541***
	(0.042)	(0.007)	(395.979)
G_SCORE_lag	0.044	-0.027***	1,301.940***
Observations	14,553	14,552	14,552
R^2	0.013	0.273	0.073
Adjusted R ²	0.010	0.271	0.070
Residual Std. Error	17.406 (df = 14508)	2.741 (df = 14507)	164,015.500 (df= 14507)
Industry Fixed Effect	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effect	Yes	Yes	Yes
F Statistic	4.186*** (df = 44; 14508)	124.106*** (df = 44; 14507)	25.901*** (df = 44; 14507)

Note:

*p<0.1; ***p<0.05; ****p<0.01

出典:筆者作成

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 Anywhere 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」などの制度の有無を示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性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理論的枠組み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。

Ⅲ 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。

参考文献

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.

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.

(目時壮浩・内山哲彦・大森明)

第6章 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―

I 本章の目的と研究手法

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。本章ではそうした研究の重要性と,今 後の研究に向けた数理モデル研究の例を示す。

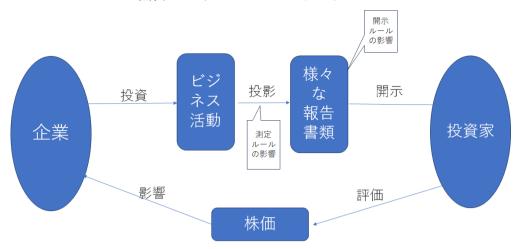
数理モデル研究を行なうのは、これらの現象が複雑であることと、実証研究のためのデータがまだ不足していると考えられるからである。非財務情報の開示が、企業の実物投資の決定や報酬契約といかなる相互作用があるかを説明しようとしても、様々な要素が複雑に絡み合っている。そこで、研究手法として概念的研究や事例研究もあり得るが、どの要素が作用しているのかを明示することは容易ではない。数理モデル研究は、現実を単純にしたものであり、現実の要素を捨象しているものの、少なくとも前提条件は明らかであり、内的整合性は取れている。そのため、議論のベンチマークとして優れている。また、非財務情報開示の制度は、本報告書第2章で説明したように、この2,3年でダイナミックに変動している。そのため、時系列データとして不連続になっていたり、まだ十分な制度変更後のデータを入手できないという問題点もある。それに対して、数理モデル研究は、将来の実証研究や事例研究のために、検証すべき仮説を前もって提示できるという利点がある。そのため、本章では数理モデルの研究成果について紹介することとしたい。

Ⅱ リアルエフェクトの視点の重要性

(1) リアルエフェクトとは

Kanodia [2007]は、資本市場の価値評価が企業の実体活動に反射し、実体活動の変化がまた価値評価に影響する双方向の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。この事前の修正プロセスは会計のコントロール機能(ないし契約支援機能や受託責任機能)を通じて発揮されると考えて良い。下記のようなイメージ図を描くことができる。

図表 6.1 リアルエフェクトのイメージ



Kanodia[2007]で紹介される一連の研究は、企業と資本市場には双方向の相互作用があり、 資本市場に提供される情報がどのように企業の投資・生産活動の意思決定と価値評価に同 時的な影響(リアルエフェクト)を与えるかという観点からディスクロージャーの問題を研 究しなければならないことを指摘している。これまで、会計ディスクロージャーの研究の多 くは、上の図表の右半分か左半分のみに焦点を当てた研究が多かったように思われる。また、 設備投資等のための企業内部の意思決定プロセスは、管理会計論の領域で検討されること が多かった。そのため、リアルエフェクト研究は、管理会計と財務会計の双方の視点が必要 となる研究であるともいえる。

(2) 非財務情報開示のリアルエフェクト

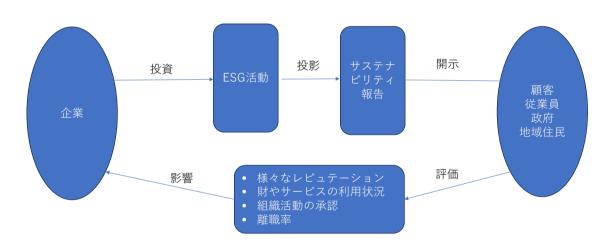
非財務情報に価値関連性があるのであれば、リアルエフェクトの視点からの検討が有益であり得る。非財務情報の開示により株価の変動があれば、株価を通じて企業の投資・生産活動に影響を及ぼすのではないかという推論が成り立つからである。これについて、ISSB[2023]では、IFRS S1 において財務情報と非財務情報のリンケージを求めており、また、EU の EFRAG [2022]も ESRS は開示情報のコネクティビティを求めているため、概念として価値関連性はあることが期待される。また、大鹿[2023]は、温室効果ガス排出量情報と企業価値の関係や、従業員関連情報と企業価値の関係についての実証的な証拠を示している。したがって、例えば、温室効果ガス排出量情報と企業の環境関連投資や、従業員関連情報の開示と企業の人的資本投資などについて、株価を通じて双方向の影響があり得ることを考慮した研究が重要となってくる。

しかし、これはシングルマテリアリティを前提とした議論であることに注意する必要がある。CDP et al. [2020]によると、シングルマテリアリティとは、投資者に焦点を当て、短期、中期、長期にわたって企業価値に影響する可能性のあるサステナビリティ関連事項を報告することであり、ダブルマテリアリティとは、より幅広いステークホルダーに焦点を当て、人、環境、経済に対して重大な影響を及ぼす全てのサステナビリティ関連事項を報告することである。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、上述の議論となる。一方で、ESRS は、ダブルマテリアリティの考え方であるため、開示情報が必ずしも

株価と関連があるとは限らない。そのようなときに、非財務情報開示のリアルエフェクト研究は意味がないのであろうか。

本稿では、ダブルマテリアリティのときには、次のように議論を修正する必要があることを提案する。サステナビリティ情報の利用者は、投資家のみならず、顧客、従業員、政府、あるいは地域住民など多岐にわたることが想定される。これらのステークホルダーは、情報を受け取った後に開示企業に対する様々なレピュテーション、財やサービスの利用状況、組織活動の承認、あるいは当該企業に留まるか転職するかなどの意思決定を変化させるであろう。そのような変化があるのであれば、ダブルマテリアリティを前提とした非財務情報は意思決定に有用であり得る。それを観察した企業は、環境に対する負荷や従業員に対する処遇を変化させる可能性がある。そして、企業のこれらのES(G)活動の結果がサステナビリティ報告として、ステークホルダーに開示されるという循環になる。このように考えれば、ダブルマテリアリティにおいてもやはり、非財務情報開示とリアルエフェクトの視点の研究は重要なものとなり得る。

ここまでの議論を図示したものが、図表 6.2 である。



図表 6.2 ダブルマテリアリティを前提としたときのリアルエフェクトのイメージ

Ⅲ 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。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が明らかになる。炭素排出コストは、例えば排出量取引制度や炭素税など、企業に排出された炭素に対する金銭的な負担を強いるカーボン・プライシング・メカニズムを想定すれば良い。なお資本市場の設定は、Dye and Sridhar [2004]の設定にほぼ従っている。

Kölsch and Wittreich [2023]は、分析の結果、次のことを明らかにしている。第一に、炭素排出コストが高く、ウォームグロー(warm-glow)の投資家の割合が高いほど、GHG 報告に

対する資本市場の反応,経営者のグリーンウォッシュ活動,および脱炭素化への最適な投資が増加する。ここで、ウォームグローとは、効用関数における利他的動機や環境に対する選好を表す。これは、Fama and French [2007]、Friedman and Heinle [2016]、Pastor et al.[2021]、Zerbib [2022]等においても見られる。第二に、緩やかな財務報告制度が脱炭素化への投資を増加させる可能性がある。ただし、ウォームグローでない株主からの圧力がある場合、緩いGHG 報告制度のもとでは経営者は常に脱炭素化への投資を減衰させるが、カーボン・プライシング・メカニズムがある場合、緩いGHG 報告制度は脱炭素化投資を促進する。これは、カーボンプライシング率と warm-glow 投資家の割合の関係に依存する。なお、ここでの財務報告と GHG 報告の緩やかさや厳格さは、開示情報の分散の大きさ、すなわち不確実性のことを表している。

Kölsch and Wittreich [2023]の優れている点は、実証研究にも示唆を与えていることである。非財務情報報告に関して、Christensen et al.[2021]は文献レビューの中で、既存の実証的文献は、CSR 報告と企業の CSR 関連活動との間に株主からの圧力を介して生じる関連性を示唆していることを見出している。その結果から、彼らは、グリーンウォッシングを防止する具体的な報告基準と適切な執行を伴う CSR 報告義務化は、平均的に CSR 活動を増加させると推論している。Kölsch and Wittreich [2023]の結果は、Christensen et al. [2021]の主張を理論的に支持するものであり、カーボン・プライシング・メカニズムを通じて財務情報との相互作用が生じるのであれば、より緩やかな GHG 報告は CSR 活動を増加させる可能性を示すことができる。

IV 人的資本開示のリアルエフェクト研究の例

(1) Wakabayashi [2023]の意義と概要

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)の観点から契約理論に依拠したモデルで分析をしている。人的資本は企業にとって最重要の経営資源であり、それに対する投資は企業の生産性に影響する。そのため、投資家は人的資本に関する情報に関心を有するが、経営者が投資家に対して情報を開示すると、投資家はその情報を用いるので株価が変動する。株価の変動は経営者の報酬に影響を及ぼすため、それを予測した経営者は開示の有無のみならず実体的な経営行動も変えるであろう。資本市場に対するディスクロージャーと企業行動は相互に関連しているため、私達は人的資本開示の投資家に対する意思決定有用性のみならずリアルエフェクトの視点から分析しなければならばならない。

分析の結果,以下のことが明らかになった。第一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。第二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。第三に一定以上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開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。

Wakabayashi [2023]の分析結果は、会計研究に対して次のような貢献がある。第一に、Wakabayashi [2023]は、実証研究が明らかにしていなかった人的資本投資が企業価値に結びつくストーリーやメカニズムも描きながら、人的資本開示制度の意義を分析している。第二に私たちが長期的視点で投資を行う株主の利得を考えるのであれば、Wakabayashi [2023]は意思決定有用性とスチュワードシップ価値は対立する可能性を示すことで ISSB の概念フレームワークの策定に対する理論的な示唆を与えている。第三に、Wakabayashi [2023]は経営者の HRM アビリティが高い取締役が在籍している企業はサステナビリティや人的資本の状況を積極的に自発開示している可能性がある、という実証仮説を提示し、取締役会のスキルマトリックスや経営者能力を利用する新たな研究への扉を開いている。

Wakabayashi [2023]のモデルでは人的資本投資を行う主体が経営者であると仮定し、経営者の HRM アビリティの観点を数理モデルに導入する。人的資本に対する投資・支出やその施策の巧拙が企業の生産性に影響を及ぼすという実証的証拠は、そのメカニズムや因果関係までは描けていない。Wakabayashi [2023]は、人的資本投資が企業の生産性に影響するメカニズムも描いている。特に Wakabayashi [2023]で着目する HRM アビリティの考慮は先行研究にはない特徴である。HRM アビリティは、CEO のみならず取締役会の構成メンバーのHRM アビリティも含む。これはスキルマトリックスや経歴などで確認することができる。また、Wakabayashi [2023]は CHRO (Chief Human Resource Officer)を置いているかも HRM アビリティに含める。CHRO は、CEO や他の CXO と同様に、全社最適の視点を持っており、人事制度のみならず財務や戦略との相互作用を考慮しながら意思決定しなければならない。ただし、Gartner[2019]は、国際的な CHRO になるためのガイドブックを公表している。したがって、私達は単に CHRO を置いているだけでは十分と考えることはできず、HRM アビリティは企業によってばらつきがあるであろう。

(2) 実証研究との関連

Wakabayashi [2023]の背後にある実証研究との関連について確認する。人的資本に対する 投資・支出やその施策の巧拙は、企業の生産性に影響を及ぼし、将来の財務パフォーマンス に影響するという証拠がある。例えば Bernstein and Beeferman[2015]は、人的資本に対する 投資と将来の財務パフォーマンスの関連について実証研究を行なった 92 本の論文をサーベ イして、財務的なパフォーマンスと人的資本投資がポジティブな関係があるとしたのは 67 件(約 73%)であり、ネガティブな関係があるとしたのは 1 件であることを明らかにして いる。最近でも Fauver et al.[2018]は、従業員への施策が充実している企業は企業価値が高く なる傾向を示している。

より具体的には、WLB(Work Life Balance)を高める人事施策によって生産性が高まるという指摘がある。例えば、 Dex and Scheibl[1999]は、英米両国の企業における WLB 施策が及ぼす影響について実証研究を行い、WLB 施策を導入することによって企業はコストを上回る経営上のベネフィットを得ていることを示した。Yamamoto and Matsuura[2014]は日本企業について、Bloom eta al. [2009、2014]は英仏独米企業について同様の結論を得ている。Van De Voorde et al. [2012]は、1995年から2010年までの36件の定量的研究をサーベイし、人事

施策と心理的ウェルビーイングは正の関係にあり、心理的ウェルビーイングと社会的ウェルビーイングは企業業績と正の関係にあることを示していることが多いことを示している。 Fabius et al.[2013]は、米国において従業員の健康を維持して、模範的な産業・環境医学の実践を行っていることと企業業績には関連があることを示している。そして、Kuroda and Yamamoto[2016]は、日本企業においてメンタル不調により求職・退職比率が高い企業は利益率が低くなることを示している。

このように研修、WLBや健康を含むウェルビーイングを高めるような人的資本に対する 投資は、企業の生産性を高める可能性があるため、人的資本に対する施策の情報は投資家の 意思決定に有用である。

(3) 人的資本開示の現状

これまで様々な基準設定団体等が人的資本の開示についての基準や枠組みを策定してきた。例えば、ISSB (International Sustainability Standards Board)の前身である SASB (Sustainability Accounting Standards Board)は、業種ごとに「労働慣行」「従業員の安全衛生」「従業員参画・ダイバーシティと包摂性」の3つの観点から重要事項について具体的な質問と評価基準を提示している。GRI (Global Reporting Initiative)は、人的資源について雇用、労使関係など、15の領域に関する開示事項を提示している。GRI の基準は全ての項目・指標の開示を求めるものではなく、各報告組織が重要と判断したものについて開示を求めている。WEF (World Economic Forum)は、人的資本について企業の公平性と従業員の待遇を反映するため多様性、賃金格差、安全衛生などの指標開示を推奨している。さらに ISO (International Organization for Standardization)は人材に関して11項目の開示すべき項目を設定しており、コンプライアンスやダイバーシティの他に、健康・安全・ウェルビーイング、生産性やスキルと能力などを含む。ただし、これらは任意開示基準である。

昨今の重要な潮流は、人的資本の強制開示が制度化されていっていることである。日本でも 2023 年 3 月期決算以降の有価証券報告書に人材投資額や社員満足度といった情報の記載を求められるようになった。

人的資本の具体的な開示については、金融庁が近年毎年公表している、記述情報開示の好事例集が参考になる。例えば、金融庁[2022]では、丸井ホールディングスが紹介されている。丸井ホールディングスの2022年3月期における有価証券報告書では、人的資本経営の取組みについて、離職率、1人当たり残業時間、育休取得率等の定量的な情報を含めて具体的に記載するとともに、多様性の推進については、「女性イキイキ指数」という独自のKPIを掲げた取組みについても具体的に記載していることが評価されている。また、「人的資本投資」を定義付けし、その実績の内訳や今後の計画を定量的に記載していることや、非管理職・管理職のそれぞれにおける男女別の平均給与等、人的資本に関する各種指標の実績を詳細に記載していることについても評価されている。

V 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。例えば Wakabayashi [2023]は、エイジェントが1種類の業務に従事するというシングルタスクのモ

デルを前提としていたが、これを複数の業務に従事するマルチタスクのモデルに発展させる。具体的には1つ目の業務は人的資本投資の影響を受ける活動であるが、2つ目の人的資本投資の影響を受けない(または効果が薄い)活動などである。また、Wakabayashi [2023]のモデルでも Kölsch and Wittreich [2023]で考慮されていたような財務情報と非財務情報の相関を考慮することも考えられよう。さらに、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 15。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ろう。企業の実体的な活動において、現在のモデルで考慮している業績評価以外の管理会計のプロセスをより明示的にモデルに導入することも大事である。そうすることで財務会計と管理会計を繋ぐ議論にしていけるのではないだろうか。

参考文献

- Beeferman, L. W., and A. Bernstein. [2015]. The Materiality of Human Capital to Corporate Financial Performance. *The Labor and Work life Program at Harvard Law School Discussion Paper*.
- Bloom, N., T. Kretschmer and J. Van Reenan. [2009]. Work-Life Balance, Management Practices and Productivity, NBER Chapters, in: *International Differences in the Business Practices and Productivity of Firms*, pp. 15-54, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bloom, N., T. Kretschmer, and J. Van Reenan. [2011]. Are Family-friendly Workplace Practices a Valuable Firm Resource? *Strategic Management Journal*, 32(4): 343–367.
- CDP, CDSB, GRI, IIRC and SASB. [2020]. Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting.
- Christensen, H. B., L. Hail, and C. Leuz. [2021]. Mandatory CSR and Sustainability Reporting: Economic Analysis and Literature Review. *Review of Accounting Studies* 26(3): 1176–1248.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. E. Mcvay. [2012]. Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science* 58 (7): 1229–1248.
- Dex, S. and F. Scheibl. [1999]. Business Performance and Familiy-Frendly Policies. *Journal of General management* 24(4): 22-37
- Dye, R. A. and S. S. Sridhar [2004]. Reliability-Relevance Trade-offs and the Efficiency of Aggregation. *Journal of Accounting Research* 42(1): 51–88.
- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). [2022], Exposure Draft ESRS 1 General Principles.
- Fabius, R., Thayer, R. D., Konicki, D. L., Yarborough, C. M., Peterson, K. W., Isaac, F., Loeppke, R. R., Eisenberg, B. S., and Dreger, M. [2013]. The Link Between Workforce Health and Safety and the Health of the Bottom Line: Tracking Market Performance of Companies That Nurture a "Culture of Health." *Journal of Occupational and Environmental Medicine*, 55(9), 993–1000.
- Fama, E. F. and K. R. French. [2007]. Disagreement, Tastes, and Asset Prices. Journal of Financial

^{「5} このためには,Demerjian et al. [2012]や Ishida et al. [2021]なども参考になる。

- Economics 83: 667-689
- Fauver, L., M. B. MacDonald and A. G. Taboada. [2018]. Does it Pay to Treat Employees Well? International Evidence in the Value of Employee-Friendly Culture. *Journal of Corporate Finance* 50: 84-108.
- Friedman, H. L. and M. S. Heinle. [2016]. Taste, Information, and Asset Prices: Implications for the Valuation of CSR. *Review of Accounting Studies* 21: 740–767
- Gartner. [2019]. Becoming a World-Class CHRO: A Practitioner-Defined, CEO-Validated Model
- International Sustainability Standards Board (ISSB). [2023], IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information.
- Ishida, S., T. Kochiyama, and A. Shuto. 2021. Are More Able Managers Good Future Tellers? Learning from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40 (4).
- Kanodia, C. [2007], Accounting Disclosure and Real Effect. Foundations and Trends in Accounting 1 (3). (佐藤紘光監訳・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 T. Wittreich. [2023], Can Reporting Bias Aid in Corporate Decarbonization? Working Paper.
- Kuroda, S. and I. Yamamoto. [2016]. Does Mental Health Matter for Firm Performance? Evidence from longitudinal Japanese firm data. *RIETI Discussion Paper Series No. 16-E-016*.
- Pastor, L., R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor. [2021]. Sustainable Investing in Equilibrium. *Journal of Financial Economics* 142: 550–571.
- Yamamoto, I., and T. Matsuura. [2014]. Effect of Work–Life Balance Practices on Firm Productivity: Evidence from Japanese Firm-Level Panel Data. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 14(4): 1677-1708.
- Wakabayashi, T. [2023], Real Effects of Disclosure on Human Capital Investments. Working Paper.
- Zerbib, O. D. [2022]. A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion. *Review of Finance* forthcoming.
- 大鹿智基. [2023]. 『非財務情報の意思決定有用性 情報利用者による企業価値とサステナビ リティの評価』. 中央経済社
- 金融庁. [2022]. 記述情報の開示の好事例集 2022.

(若林利明)