

Title	非財務情報の開示状況と企業価値
Author(s)	小野, 美和
Citation	年次学術大会講演要旨集, 30: 255-257
Issue Date	2015-10-10
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/13270
Rights	本著作物は研究・技術計画学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Science Policy and Research Management.
Description	一般講演要旨

非財務情報の開示状況と企業価値

○小野美和（一橋大学）

1. 研究の目的

本稿の目的は、企業のサステナビリティ活動¹と企業価値²との関連性を明らかにすることにある。その目的に基づき、本稿では、サステナビリティ活動に関する非財務情報の開示状況と企業価値との関係に注目し、分析を行う。

2. 背景・問題意識

近年、企業の財務情報が持つ企業価値の説明能力が低下しているといわれており、経済産業省の報告書によれば、企業価値の説明要因に占める非財務情報の割合は8割に達するとされている³。そのような中で、財務情報だけではなく、非財務情報（環境・社会への取組み、ガバナンス等、財務諸表に含まれない情報）を開示することにより、ステークホルダー（顧客、従業員、取引先、株主、地域等）に対する説明責任を果たそうとする企業も増えてきている。特にそのような傾向はグローバル企業に顕著であり、中には、非財務情報の中でもとりわけ、自社のサステナビリティ活動に関する情報を積極的に公開している企業が多い。それら企業は、企業価値および社会価値双方の向上を目的として、サステナビリティ活動を事業戦略の中核に組み込んでいるのである。サステナビリティ活動は社会価値の向上に直結するものであり、活動内容を積極的に開示することでステークホルダーへの企業のコミットメントが示されるため、間接的に当該企業の企業価値の向上へとつながると考えられる。仮に企業価値が向上するならば、イノベーションを創出するために必要な資源を動員することができるかもしれない⁴。そこで本稿では、非財務情報としてのサステナビリティ活動関連情報に注目し、その開示状況と企業価値との関係を分析する。

3. 研究の方法

分析においては、サステナビリティに関する開示情報とその開示状況に注目する。開示情報とは、CO₂排出量、エネルギー利用量、水利用量、化学物質排出量、サステナブルな原料使用量、監査済みのサプライヤー工場数、寄付金額など、様々なサステナビリティ関連項目の数値情報を指す。また、開示状況とは、それらの数値の目標設定（目標値もしくは達成目標年）を開示しているか否か、もしくはその実績値を開示しているか否かを指す。後述するように、本稿では、それらの情報の開示状況をもとに、サンプル企業を3グループに分類した。具体的には、情報開示に積極的なグループ順に、①将来の目標値と

1 サステナビリティ活動とは、経済、環境、社会の3つの側面から、世の中を持続可能にしていく取組みのことであり、具体的には、資源節約や汚染対策（環境面）、人権配慮や社会貢献（社会面）などに関連した企業活動を指す。

2 経済産業省「持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査」平成23年度報告書において、広義の企業価値を「企業の本源的価値」とし、狭義の企業価値を「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値（の総額）」であるとしている。本稿における企業価値は、前者の企業価値を指すものである。

3 経済産業省「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査研究報告書」（平成24年3月）

4 このほかにも、サステナビリティ活動に関する情報の開示は、正の効果をもたらすと考えられる。たとえば、サステナビリティ活動の目標値を公開することによって、その目標を達成するためのイノベーションが起きるといった効果である。その例として、アパレル企業のH&Mが製造段階の水・エネルギーの利用を大幅に減らすことを目標とし、目標達成のため水利用を可能な限り削減して製造できるデニムを開発したことが挙げられる。この効果については別稿にて分析を行う。

目標達成年を開示しているグループ(KGI : Key Goal Indicator)、②目標は開示しておらず、過去の実績値を開示しているグループ(KPI : Key Performance indicator)、③数値情報の開示がない、もしくはレポート未発行のグループ(Non-disclosure)、としている。

本稿では、以下の手順でデータを抽出した上で重回帰分析を行い、非財務情報の開示状況と、企業価値との関連性を分析した⁵。

1. 世界の上場企業のうち GICS 業種分類⁶でアパレル企業をスクリーニング(3,587 社)後、時価総額⁷上位 250 社の中からランダムサンプリングで 100 社を抽出。
2. 対象 100 社の直近の企業発表レポート⁸に記載されている、環境・社会関連の数値項目(実績値・目標値)をカウント。(うち中国企業 15 社は開示がなく除外)
3. それら数値項目の開示状況に基づき、サンプル 100 社を 3 グループに分類(図 1)。
4. 被説明変数に企業価値を表す項目、説明変数には各グループを表すダミー変数を設定し、重回帰分析を実施。

図 1

グループ名	n	定義	例
KGI Group	13	目標値・目標年を開示(将来)	・サステナブル原料利用を 2020 年迄に〇% ・化学物質管理手法を 2017 年迄に開発
KPI Group	18	実績値を開示(過去)	・今年度の水利用量は前年比〇%削減した ・危険化学物質排出量は前年比〇%削減
Non-disclosure Group	44	実績値、目標値・目標年の開示無し、またはレポート発行無し	

※KGI Group は目標値を開示しているが、すべての企業で実績値も公開している。

4. 結果

分析結果は図 2 に示す通りである。Non-disclosure Group と比較して、KGI Group の ROE (株主資本利益率)、ROIC (投下資本利益率)が有意に高いことが確認された。

図 2

	ROE	ROE 5yr average	Operating ROIC	ROIC	ROIC 5yr average
KPI Group	5.480 (0.76)	4.548 (0.57)	0.993 (-0.24)	1.172 (0.37)	5.175 (1.54)
KGI Group	20.749 (2.53) **	21.047 (2.34) **	9.050 (1.94) *	7.870 (2.21) **	6.040 (1.64)
Number of obs	75	66	74	74	63
Adj R-squared	0.056	0.051	0.024	0.038	0.029

※上段は係数、下段()内は t 値。***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準。

※ROE = 当期純利益 ÷ 株主資本

Operating ROIC = 営業利益 ÷ 投下資本

ROIC = NOPAT (税引後純利益) ÷ 投下資本

⁵本稿では、開示状況と企業価値の関連性は分析しているが、要因の分析はしていない。

⁶ Global Industry Classification Standard の 25504010: Retail-Apparel/Shoe、25203010: Textile-Apparel、25203020: Athletic Footwear を対象とした。

⁷ 2015 年 7 月 21 日時点の時価総額を使用。

⁸ Social & Environmental Responsibility Report、CSR Report 等企業により名称は異なる。

5. 考察

本稿では、企業のサステナビリティ活動と企業価値との関係性を明らかにすることを目的として分析を行った。その結果、そのような活動に関する情報をまったく開示していない企業に比べて、情報を積極的に開示している、すなわち目標値と目標年を開示している企業の ROE（株主資本利益率）および ROIC（投下資本利益率）が有意に高いことが確認された。ROE が高いということは、株主価値が高く、イノベーションを産み出すために必要な資源を動員しやすい状態にあることを意味する。また ROIC が高いということは、企業のサステナビリティ活動によって、投下資本（資産）を効率的に運用していることを示唆している。したがって、本稿の分析からは、サステナビリティ活動の積極的な情報開示は、株主価値と、効率的な資本投下との関連性が高く、結果的にイノベーションにつながる資源動員を容易にするということが示唆される。しかし、本稿の分析では、企業価値に影響を及ぼすと考えられる要因を考慮できていない。そのため、今後は、企業規模や利益率などの数値をコントロール変数として追加し、サステナビリティ活動と企業価値との関連について、さらに詳細な分析を実施する。

6. おわりに

前述のとおり、企業価値の説明要因に占める非財務情報の割合は大きく、もはや企業価値は財務情報だけで判断されるものではない。現在、財務情報と非財務情報を関連づけた開示フレームワーク（統合報告書）の普及が IIRC（国際統合報告評議会）⁹によって進められている。その目的は、中長期的な企業価値創造のプロセスを投資家に説明するためであり、形式的に財務情報と非財務情報をひとつにまとめればよい、というものでは決してない。様々な環境、社会問題が起きているなかで、企業がどの課題を重視するか（マテリアリティ）は、国や業界、さらには企業戦略や経営トップの方針によっても異なる。報告書の作成にあたっては、中長期的なビジョンや経営戦略から議論をスタートさせ、サステナビリティ活動を企業戦略に落とし込んだ上で、自社の将来利益にどれだけ関連があるかを独自に示すことが重要である。よってフレームワークの活用法を誤り、開示の本来の目的を見失って形式的な開示にならないようにしなくてはならないだろう。一方で投資家は、非財務情報をリスク管理のためだけでなく、企業価値の源泉として、また中長期での企業価値創造能力を測るものさしとして、捉えるべきであると考えられる。それら投資家および企業の視点を勘案すると、サステナビリティ活動を通して社会的価値を生み出し、同時に企業価値の向上につなげられる企業が、投資家から評価され、結果として資源獲得に成功する、という好循環が生まれると考えられる。

【参考文献】

- 越智信仁(2015)『持続可能性とイノベーションの統合報告』（日本評論社）
加賀谷哲之(2012)「持続的な企業価値創造のための非財務情報開示」『企業会計』（2012年6月号）中央経済社
加賀谷哲之(2013)「持続的な企業価値創造と統合報告」『会計・監査ジャーナル』（2013年7月号）日本公認会計士協会
田中襄一(2014)「企業情報開示の今日的課題とESG」『政経研究』日本大学法学部(2014年6月)
W・エドワード・ステッド(2014)『サステナビリティ経営戦略』日本経済新聞出版社(2014年12月)

⁹ IIRCは「統合報告書」のフレームワークの協議・開発を目的とした非営利組織。国連、国際会計基準審議会(IASB)、国際会計士連盟(IFAC)、民間企業、投資家、会計士団体、行政機関などが参加。