

【統一論題報告・論文】

企業のパブリック・ディスクロージャーと経営分析

向山 敦夫 (大阪市立大学)

本稿では、「営利組織の非営利化」とあらわすことができる企業の非財務情報の開示が経営分析に与える影響について検討している。「パブリック・ディスクロージャー」を具体的にあらわすものとして「IRフレームワーク」に依拠しつつ統合報告の論点を検討する。統合報告がめざすところは、長期的な価値創造能力を評価するための情報を提供することによる機関投資家の行動の変革であり、金融の安定化と持続可能性の達成である。

経済的価値をあらわす財務情報に比べて、社会的価値をあらわすCSR/ESGの非財務情報は、誰に対して (Whom), 何のために (Why), 何を (What), どのように (How) 提供し、分析・評価するのは必ずしも明らかとは言えない。「IRフレームワーク」における統合報告が前提としている財務資本提供者への情報提供の場合、上記の問いに対する回答は価値関連性にもとづいて可能であるが、財務資本提供者以外のステイクホルダーを想定した場合、その判断は難しくなる。

キーワード：統合報告, 「IRフレームワーク」, マルチステイクホルダー, 非財務情報,
CSR/ESG情報, ESG投資

I. はじめに

現在、「営利組織の非営利化」と「非営利組織の営利化」という現象が同時に進行している。「営利組織の非営利化」とは、元来営利を追求することを目的とする営利組織が自発的にCSR (Corporate Social Responsibility) やESG要因に取り組んで内部化し、さらには情報開示をおこなっている事実をあらわしたものである。他方、「非営利組織の営利化」とは、元来営利を追求することを目的としない非営利組織に対して採算性や経済性が要請され、統一的な基準である地方公会計マニュアルの導入など、非営利

組織の管轄省庁に応じた会計基準が設定され、各組織に適用が要請されるに至っている事実をあらわしたものである。

周知のように、近年財務情報と非財務情報を統合する統合報告 (integrated reporting) が注目を集めている。統合報告は、企業の経済的パフォーマンスをあらわす伝統的な財務情報と、社会的・環境的パフォーマンスをあらわす非財務情報との「統合」を要請するものである。単に一冊にまとめることは統合を意味しない。非財務情報を組み込んだひとつの報告体系としての統合報告が要請される背景として、企業価値創造プロセスへの非財務的要因の潜在的な影響力が認識され (逆の言い方をすれば、財務情

報の有用性に対する信頼に揺らぎが生じ)、とくに中長期的な視点での投資意思決定情報としての非財務情報の有用性に対する関心が高まったことがあげられるであろう。すなわち、これまでは別々に独立した報告書によって開示されてきた財務情報と非財務情報を一体化して報告することに、これまでにないプラスアルファの効果の発現が期待されているのである。

本稿に課された課題は、「営利組織の非営利化」を体現する非財務情報が経営分析に与える影響について検討することである¹⁾。「パブリック・ディスクロージャー」として統合報告を取り上げている。主として非財務情報であるCSR/ESG情報が企業の社会的価値を捕捉するための情報であるとするれば、営利組織であるが故に、経済的価値(の追求)と社会的価値(の追求)の関係をどう考えるかという課題がある。また、経済的価値をあらゆる財務情報に比べて、社会的価値をあらゆるCSR/ESGの非財務情報は、誰が(Who)はともかくとして、誰に対して(Whom)、何のために(Why)、何を(What)、どのように(How)提供し、分析・評価するのは必ずしも明らかとは言えない。

II. CSR/ESG情報をめぐる理論的検討

1. 統合報告の目的と「IRフレームワーク」

1970年代以降、企業が開示する情報は環境面あるいは社会面の方向へとその内容が拡張してきた。具体的には、従業員に関する情報が中心であった企業社会報告から環境報告書へとその主題は移行し、さらに2000年以降では、CSR報告書やサステナビリティ報告書(持続可能性報告)へと展開してきた。わが国のみならず、多くの企業が持続可能性報告をおこなう際に参照しているのがGRIガイドラインである。GRI(Global Reporting Initiative)は1997年にCERES(Coalition for Environmentally

Responsible Economies:セリーズ)とUNEP(国連環境計画)によって共同設立された非営利組織であり、「規模、セクターあるいは地理的条件を問わず、あらゆる組織が利用できる持続可能性報告(Sustainability Reporting)のための信頼できる確かな枠組みを提供すること」をその目的としている。GRIはマルチステイクホルダーの立場からトリプルボトムラインを提唱し、これまでG1(2000年)・G2(2002年)・G3(2006年)・G3.1(2011年)・G4(2013年)・GRI Standards(2016年)のガイドラインを公表・改正してきており、グローバルなデファクトスタンダードとして機能している。

近年新たに注目されている統合報告の推進に重要な役割を果たしているのが、国際統合報告評議会(International Integrated Reporting Council:IIRC)である。2013年4月の公開草案(Consultation Draft)に続き、同年12月には「国際統合報告フレームワーク」(以下、「IRフレームワーク」)を公表した。「IRフレームワーク」を公表したIIRCは、A4S(Accounting for Sustainability)とGRIによって2010年に共同設立された組織である。設立当初は、国際統合報告委員会(International Integrated Reporting Committee:IIRC)と称していた。なお、A4Sはイギリスのチャールズ皇太子によって2004年に創設されたサステナビリティ・プロジェクトである。IIRCとGRIは組織としては非常に近い関係にあるが、両組織間には非財務情報に対する考え方に基本的な相違が存在すると考えられる²⁾。

「IRフレームワーク」にしたがえば、統合報告は「組織がどのように長期にわたって(over time)価値を創造するかを財務資本提供者に説明すること」(IIRC, 2013, p. 7)を主要な目的としている。企業の長期的な価値創造能力を評価するための情報を提供することが統合報告の役割であるが、長期にわたる企業の価値創造の

プロセスを評価するためには、伝統的なROEやキャッシュ・フローなどの財務情報や財務指標のみでは短期的かつ一面的であり、企業が置かれた環境的（Environmental）・社会的（Social）状況やガバナンス構造（Governance）などのESG情報の情報能力に期待されている。

「IRフレームワーク」はマルチステイクホルダーではなく、財務資本提供者を説明対象としている。IIRCの意図するところは、「IRフレームワーク」冒頭に「統合思考と統合報告の循環によって、効率的かつ生産的な資本の配分がもたらされ、それによって金融安定化と持続可能性につながる」（IIRC, 2013, p. 2）という短い記述の中に確認することができる。すなわち、この記述とIIRCの設立趣旨を考え合わせれば、IIRCはA 4 Sの流れを汲みながら、企業内部に統合思考（integrated thinking）^{3）}を組み込み、企業外部に統合報告による情報提供をおこなう循環を引き起こすことによって、社会的にみて効率的で生産的な資本の配分がおこなわれ、その結果として金融の安定化と持続可能性が達成されることをめざしていると考えられる。そこでターゲットにしている最も重大な財務資本提供者は、機関投資家である。影響力の大きい機関投資家に長期的な価値創造能力を評価するためのESG情報を提供することによって経営者との対話を可能にし、所有期間を中長期的なものへと変化させ、その結果、企業経営者を中長期的な経営行動に規律づける。そこには、リーマンショックのような金融危機の再来を防止し、行き過ぎた短期業績主義思考や行動に警鐘を鳴らし、機関投資家を通じて経営者に中長期的な経営を意識させる啓蒙的なIIRCの意図が認められる。

「IRフレームワーク」の特徴のひとつが、価値創造のプロセスである。長期的な価値創造には、以下の6つの資本が投入される。

①財務資本（Financial capital）

②製造資本（Manufactured capital）

③知的資本（Intellectual capital）

④人的資本（Human capital）

⑤社会・関係資本（Social-relationship capital）

⑥自然資本（Natural capital）

①と②は従来の財務情報でカバーできるが、③～⑥は財務諸表には載らない。これらはリスク要因にも機会要因にも位置づけられるが、企業の長期的存続のために必要性が高まっている非財務要因である。図示すると蛸のように見えるので、これはオクトパスモデルと呼ばれている。「資本は価値の蓄積であり、組織の活動とアウトプットを通じて増減し、または変換される。例えば、利益が創出されることによって組織の財務資本は増加し、従業員がより良いトレーニングを受けた場合には人的資本の質が改善する」（IIRC, 2013, p. 11）と述べられているが、資本（capital）には必ずしも会計的な意味はない。「資源」・「資産」・「財産」あるいは「能力」に置き換えても問題はないと思われる。このうち、社会・関係資本とは、「個々のコミュニティ、ステイクホルダー・グループ、その他のネットワーク間またはそれら内部の機関や関係、及び個別的・集合的幸福を高めるために情報を共有する能力」（IIRC, 2013, p. 12）と説明されている。

6つの資本はインプットからビジネス活動（Business activities）を経てアウトプット、さらにはアウトカムに至ってそれぞれの価値は増加し、さらに次の次元のインプットへと再投資される。この一連のプロセスがビジネスモデルである。これら6つの資本の組み合わせ方は企業によって一様ではなく、それぞれの資本の内容・要素、投入方法、その組み合わせがおそらく企業のコア・コンピタンスを形成することになる。「IRフレームワーク」はそこで採用している分類をすべて採用することを求めているわけではなく、マネジメント・アプローチにもと

づきながら、統合報告において価値創造のプロセスを経営者に語らしめることを要請している。

2. 分析・評価の主体

非財務情報を資本市場での有用性で考える場合、短期的にはESGはコスト要因になると考えられやすく、短期的な価値関連的にはマイナスに働く可能性がある。リスク要因として、長期保有を前提にしたESG投資の前提を置くほかはない。図表1は利用主体を大きく投資家とそれ以外に分けた場合の評価基準である。

GRIがマルチステイクホルダーを標榜しているのに対して、IIRCは財務資本提供者に対する情報提供を意図している。図表1のIIRCが上段でGRIが下段にあてはまる。投資家以外にも従業員は労働市場、消費者は製品市場と接しているが、地域住民のように必ずしも市場に接していないステイクホルダー、経営者（企業）に対して圧倒的に不利な立場にあるステイクホルダーが存在している。あるいは、そもそも市場を介さない事象（典型的には、環境）が存在している。市場と接しないステイクホルダーとの間では、投資家とは異なる評価基準が必要となる。例えば、それは「契約（Contract）関係」vs.「信任（Fiduciary）関係」、 「対等な関係での自己利益の追求」vs.「対等ではない関係での『信任』・『信頼』」とあらわすことができる。信任関係の中心は倫理であり、CSR/ESG情報開示は、信任社会形成のための手段となりうる。ただし、評価内容が多様で、評価基準がわかりにくい。

「IRフレームワーク」は価値創造のプロセス

について、以下の2つの相互に関係する価値を説明している（IIRC, 2013, p. 10）。

①組織自身に対して創造される価値

②他者に対して創造される価値

前者は財務資本提供者への財務リターンを指し、伝統的な株主価値あるいは経済的価値であるのに対して、後者はステイクホルダー及び社会に対する価値を指し、社会的価値と呼ぶことができる。「IRフレームワーク」は価値を何で測定するのかを明らかにしていないが、統合報告の説明対象を財務資本提供者に置いていることから、財務資本提供者が関心をもつ「組織に対して創造される価値」を意味する財務リターンに関する情報を統合報告は収容することになる。「組織自身に対して創造される価値」と「他者に対して創造される価値」は、その方向性を共有しない、さらには時に後者の犠牲のもとで前者が獲得されうるという対立した理解も可能である。その矛盾を解消する考え方がWin-Win関係であり、CSV（Creating Shared Value）であるが、「IRフレームワーク」は「組織自身に対する価値を創造する能力に影響を与える場合、または財務資本提供者の評価に影響を及ぼす組織が表明した目的に関連する場合に関心をもち」、「組織自身に対する価値創造能力にとって、これらの相互関係、活動、及び関係性が重要性を持つ場合、統合報告書に含まれる」（IIRC, 2013, p. 10）という形で両者の妥協点を見いだしている⁴⁾。

3. 統合報告におけるマテリアリティ（重要性）概念

「IRフレームワーク」において、マテリアリ

図表1 非財務情報の利用主体と評価基準

主体	接する市場	評価基準
投資家（主として機関投資家）	資本市場	価値関連性
投資家以外のステイクホルダー	労働市場・製品市場	説明責任・正統性

ティは企業の価値創造能力に実質的な影響（substantively affect）を与えることと定義されている。マテリアリティの決定プロセスは以下のように示されている（IIRC, 2013, p. 18）。

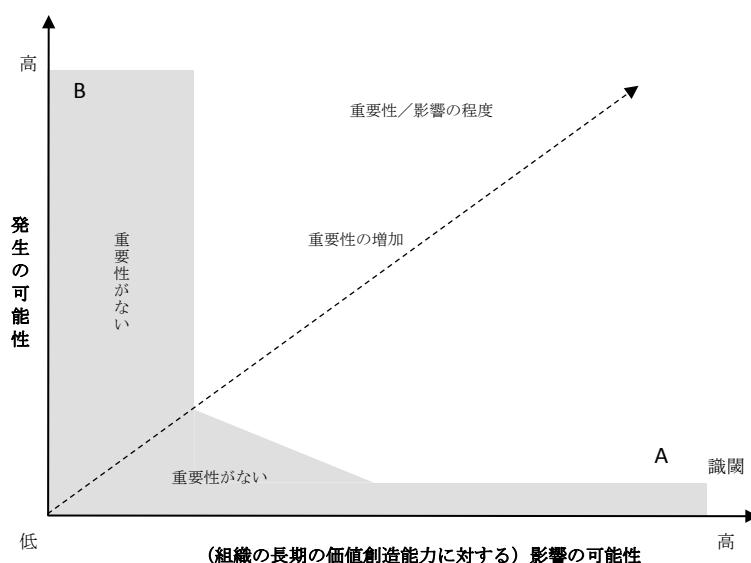
- ・ 価値創造能力に影響を与える可能性を踏まえ、関連性のある事象を特定する。
- ・ 関連性のある事象の重要度（importance）を価値創造に与える既知のまたは潜在的な影響という観点から評価する。
- ・ 相対的な重要度にもとづいて事象を優先付けする。
- ・ マテリアリティのある事象に関して開示情報を決定する。

ここで関連性のある事象（relevant matters）とは、組織の価値創造能力に影響を与える、または影響を与える可能性のある事象を指す。これは、組織の戦略、ガバナンス、実績または見通しに与える影響について検討することによって決定される。ただし、関連性のある事象のすべてにマテリアリティがあるわけではなく、統合報告書に含まれるためには、価値創造に与える既知の、または潜在的な影響に関して、十分

な重要度を有することが求められる。影響の大きさは、戦略、ガバナンス、実績または見通しに影響を与える事象が長期的な価値創造に実質的な影響を与える可能性があるかどうかによって評価され、どの情報を統合報告に含めるかについて経営者の判断がなされる。判断に当たっては、財務資本提供者やその他のステークホルダーとの定期的なエンゲージメントが手助けとなる。コスト・ベネフィットに関しては、「統合報告書が、その主たる目的を達成するために情報の範囲、具体性及び詳細さを決定する上で、組織がコストと便益を評価することもあるが、コストを理由にマテリアリティのある事象について情報を全く開示しないことは適切ではない」（IIRC, 2013, p. 22）と指摘されている。

マテリアリティについては、縦軸と横軸に別の基準を置くマトリクスを表示する手法が提唱されている。図表2では縦軸に発生の可能性、横軸に組織の価値創造能力に対する影響の可能性をとり、右上がりの点線でマテリアリティの程度をあらわしている。他にも、縦軸にステークホルダーの関心、横軸に組織へのインパクト

図表2 マテリアリティの評価マトリクス



出所：AICPA（2013）p. 6

をとり、企業の関連するESG領域をプロットしてマテリアリティを評価し、点線上の右上方にプロットされた領域を重視する例がみられる。

統合報告には長期的な企業価値に正の有意な関係にあるバリュー・ドライバーに関する情報を掲載することが期待されるが、現実には企業価値を毀損する負のバリュー・ドライバーが存在する。「IRフレームワーク」は企業価値を毀損する負のバリュー・ドライバーの存在を無視しているわけではないと考えられる。しかしながら、正のバリュー・ドライバーは市場システムに任せておいても企業の自発的な情報開示に結びつきやすいが、負のバリュー・ドライバーは市場システムに任せておいては外部への情報提供のインセンティブは起こりにくい。実質的な影響を与える可能性が高い負のバリュー・ドライバーについては、何らかの強制的な情報開示の仕組みを構築する必要がある。

4. ESG投資とGPIF

統合報告が財務資本提供者への情報提供を意図するのであれば、統合報告はESG投資の前提となりうる。わが国でも、2015年9月にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が、2016年12月に日本政策投資銀行が国連責任投資原則（UN Principle for Responsible Investment：UNPRI）に署名して、ESG投資が注目を集めている。

PRIは、以下の6原則からなる。

- ①ESG問題を投資の分析と意思決定のプロセスに統合する
- ②ESG問題を株主としての方針と実践に組み込み、積極的な株主となる
- ③投資先企業によるESG問題に関する適切な情報開示を追求する
- ④投資業界においてこの原則が受け入れられ、実践されるよう促進する
- ⑤この原則の実践における効果を高めるため

に協力して活動する

- ⑥この原則の実践に関する活動と進捗を報告する

社会責任投資（Socially Responsible Investment：SRI）が倫理・規範性を連想させるため、ESG投資と呼ばれ始めた典型的な手法は、ネガティブ・スクリーニング（特定の銘柄・業種を排除する手法。例えば、軍需産業・たばこ）とポジティブ・スクリーニング（特定の銘柄・業種を選択する手法）である。GPIFのESG投資のスタンスは、あくまで経済的価値の実現であって、社会的価値の実現は考慮外である。「ユニバーサル・オーナー」・「超長期投資家（100年後を視野）」として、負の外部性（環境・社会問題等）を最小化し、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが不可欠であるという投資スタンスである。

GPIFは156兆8,177億円の運用資産（平成29年度第2四半期末現在）をもち、国内債券28.50%（基本ポートフォリオ35%）、国内株式24.35%（同25%）、外国債券14.02%（同15%）、外国株式24.03%（同25%）、短期資産9.10%の構成で運用している。全運用資産のうち、80%弱（国内株式に限れば90.6%）がパッシブ運用である。一部を自ら運用しているが、基本的には運用受託機関・資産管理機関に運用を委託し、報告およびヒアリングにより監視している。

Ⅲ. 実証研究のレビューから導けること

ESG投資はパフォーマンスにも優れているのか、どのようなCSR/ESG情報が有用であるのかについて、いくつかの実証研究の成果で確認しておきたい。

川村・永田（2016）は、CSRのパフォーマンス（CSP）と企業価値の関係を実証的に明らかにしている。両者の関係に関連する先行研究の59%が正の関係、27%が負の関係、14%が中立

という混在した結果であったことが引用されている。ここで使用するサンプルは、2006年から2014年の東証1部・2部上場企業のうち983社、5,616社年である。被説明変数はトービンの q であり、説明変数は『CSR企業総覧』（東洋経済新報社）の環境・人材活用・企業統治・社会性の項目を点数化したものである。結論として、外国人投資家が大株主として存在する場合には、ポジティブな関係があること、事業法人による株式保有率が高く、経営者のエントレンチメント（防御）が懸念される場合はネガティブな関係があることを明らかにしている。

首藤・増子・若園（2006）は、

仮説1：CSR活動に積極的な企業ほど、企業活動が生み出す平均的な収益は高い

仮説2：CSR活動に積極的な企業ほど、企業活動が生み出す収益の変動性（リスク）は低い

という2つの仮説を設定し、4つのSRIインデックス（Dow Jones Sustainability Group Index (DJSI), Ethibel Sustainability Index Global (ESI), FTSE 4 Good Index (FTSE), Morning Star Socially Responsible Investment (MS)) に組み入れられている日本企業の過去5年間のデータを用いて、非CSRポートフォリオ企業との差の検定をおこなっている。その結果、CSR方針が明確な企業の方がリスクは小さいこと、CSRへの取り組みは利潤の源泉よりもリスクの軽減であることを明らかにしている。

呂・中島（2016）は企業価値との関連性ではないが、わが国企業のESGと株価急落リスクの関係を実証的に明らかにしている。使用するサンプルは、MSCI指数採用銘柄のうちのべ1821社である。ESGの代理変数としてMSCI ESG Ratingsを用いている。その結果、ESGスコアの低い企業に株価急落リスクが高い傾向があること、ESGスコアの高い企業は株価急落リスクと無関係であること、ESGスコアの低い企業の

うち、外国人持株比率が高いほど株価急落リスクが低いことを実証的に明らかにしている。

CSR/ESG情報の価値関連性の検証は、引き続き今後の研究の蓄積を待たねばならないであろう。多くの実証研究では、サンプルとして特定のインデックスやアナリスト会社のデータ、わが国では『CSR企業総覧』が用いられている。世界には100以上の国際的なESG評価・格付機関が存在するといわれており、このような機関がどのような情報をもとに分析をおこない、銘柄を選別しているかの調査が必要となる。

IV. おわりに

本稿に課された課題は、「営利組織の非営利化」を体現する非財務情報が経営分析に与える影響について検討することである。「パブリック・ディスクロージャー」を具体的にあらわすものとして「IRフレームワーク」に依拠しつつ統合報告の論点を検討したが、財務情報と非財務情報の「統合」がめざすところは、行き過ぎた短期業績主義思考や行動に警鐘を鳴らし、機関投資家に長期的な価値創造能力を評価するための情報を提供することによって企業経営者を中長期的な経営行動に規律づけ、社会的ならびに環境的な視点を企業経営に組み込み、金融の安定化と持続可能性を達成することである。

そこでは、経済的価値と社会的価値の関係をどう考えるかという課題がある。とくに、経済的価値をあらわす財務情報に比べて、社会的価値をあらわすCSR/ESGの非財務情報は、誰に対して（Whom）、何のために（Why）、何を（What）、どのように（How）提供し、分析・評価するのは必ずしも明らかとは言えない。「IRフレームワーク」における統合報告が前提としている財務資本提供者への情報提供の場合、上記の問いに対しては、財務情報と同様の手法で非財務情報の価値関連性を実証すること

により、その回答を導く可能性が高い。しかしながら、財務資本提供者以外のステイクホルダーを前提とする場合、その判断は難しくなる。

「IRフレームワーク」の統合報告は、価値創造のプロセスである6つの資本の組み合わせ方を情報として提供する。6つの資本のうち、ESG情報を構成する人的資本、社会・関係資本、自然資本の内容は多岐にわたり、企業の置かれた状況によって大きく異なっている。ビジネスモデルは一律ではなく、その中の何を情報として提供するののかについては、マネジメント・アプローチにもとづく経営者によるマテリアリティの判断が求められる。戦略的要因を経営者に語らしめる統合報告書を分析する場合、果たして比較可能性は確保されるのか、あるいは、どのレベルでの比較可能性を追求するべきかという課題が残されている。加えて、マテリアリティの名の下にCSR報告書や持続可能性報告書には掲載されていた情報が、統合報告書には掲載されない可能性がある。

(注)

- 1) 本稿は営利追求を目的とする企業を対象としており、企業がおこなう「パブリック・ディスクロージャー」は、投資家・株主（換言すれば、資本市場）のみを対象とするのではなく、それ以外の広範なステイクホルダーをも対象としたものと捉えている。その内容は財務情報と非財務情報を「統合」する統合報告であるが、主としてCSR/ESGを内容とする非財務情報を検討対象としている。なお、統一論題報告に際して、柴健次準備委員長からは「具体的な指標を提示するように」という指示を受けていた。結論から先に言ってしまうと、社会的に承認されている企業の社会的価値を評価するための統一的な指標は、現段階では存在しない。
- 2) IIRC設立の経緯のみならず、IIRCの現会長 Mervyn E. Kingは2007年から2011年までGRIのBoardの会長を務めており、現在はGRIの名誉会長でもある。またGRIの現会長であるChristianna

Woodは、IIRCのBoardメンバーの一人でもある。IIRCとGRIはともに国家の承認という正統性を持たない組織であるから、関係する多様なステイクホルダーを評議会（Council）等のメンバーに組み入れ、多くの企業や関係団体を巻き込んでいるという組織上の共通した特徴がある。

GRIとIIRCのマテリアリティに対する考え方の違いについては、向山（2015a）において検討している。

- 3) 統合思考（integrated thinking）とは、「組織が、その事業単位及び機能単位と組織が利用し影響を与える資本との関係について、能動的に考えることである。統合思考は、短、中、長期の価値創造を考慮した、統合的な意思決定及び行動につながる」（IIRC, 2013, p. 2）と説明されている。すなわち、組織内での事業・機能単位にしたがった縦割り思考によってサイロ化しないように、組織横断的な思考を導入することによって、とくに中長期の価値創造を可能にすると考えられている。
- 4) 向山（2012）は統合報告が提唱される背景として、EUにおいてCSRが政策的に企業行動の戦略的次元に関連づけて位置づけられていることを指摘した。すなわち、一連のEUの政策、CSV概念の導入など、統合報告はこのようなEUという文脈でとらえる必要がある。同時に、統合報告は企業の経済的価値と社会的価値の関係を問うという問題提起していると考えられる。

(参考文献)

AICPA (2013) *Materiality Background paper for <IR>*, AICPA.

Global Reporting Initiative (2013) *Sustainability Reporting Guidelines (G4)*, Amsterdam, GRI.

Hopwood, A., Unerman, J. and Fries, J. (ed.) (2010), *Accounting for Sustainability*, Earthscan.

IIRC (2013), *The International <IR> Framework*, IIRC.

Porter, M. E. and Kramer, M. R. (2011), "Creating Shared Value," *Harvard Business Review*, January-February, pp. 63-77.

浅野礼美子・佐々木隆文 (2011) 「社会的責任投資 (SRI) ファンドのパフォーマンスに関する実証研究」『証券

アナリストジャーナル』第49巻第5号, 29-38頁。

井口譲二（2013）「非財務情報（ESGファクター）が企業価値評価に及ぼす影響」『証券アナリストジャーナル』第51巻第8号, 36-44頁。

川村通・永田京子（2016）「CSRパフォーマンスと企業価値－株主によるモニタリングの影響－」『証券アナリストジャーナル』15-25頁。

上妻義直（2012）「統合報告はどこへ向かうのか」『会計』第182巻第4号, 107-123頁。

小西範幸（2014）「統合報告の国際的動向と財務報告の可能性」『企業会計』第66巻第5号, 18-27頁。

首藤恵・増子信・若園智明（2006）「企業の社会的責任（CSR）への取組みとパフォーマンス：企業収益とリスク」『証券経済研究』第56号, 31-51頁。

杉浦康之・宮井博（2014）「企業価値分析におけるESG要因－運用機関のESG情報の活用 例－」『証券アナリストジャーナル』第52巻第10号, 56-68頁。

向山敦夫（2012）「CSRの戦略的理解と社会環境情報開示－経済的価値と社会的価値のバランス－」『会計』第182巻第3号, 31-45頁。

向山敦夫（2015a）「統合報告とCSR情報開示との位置関係」『会計』第187巻第1号, 83-96頁。

向山敦夫（2015b）「『国際統合報告フレームワーク』の論点と経営分析への影響」『年報経営分析研究』第31号, 54-62頁。

向山敦夫（2015c）「統合報告と重要性（マテリアリティ）」（国際会計研究学会研究グループ報告『国際統合報告フレームワークの形成と課題（平成27年度最終報告）』）。

向山敦夫（2017a）「CSR再考－CSRはカメレオン？－」『国際学研究』第6巻第2号, 47-56頁。

向山敦夫（2017b）「ESG投資と統合報告－IIRCの動向を中心に－」（日本社会関連会計学会スタディグループ『持続可能性社会を目指すための情報開示に関する調査研究（中間報告）』）2-9頁。

呂潔・中嶋幹（2016）「ESGと株価急落リスク」『証券アナリストジャーナル』26-38頁。

GPIF < <http://www.gpif.go.jp/> >（2018年1月13日最終アクセス）

<謝辞>

統一論題報告に対して、東健太郎先生（立命館大学）、井上浩一先生（あずさ監査法人）、黒木淳先生（横浜市立大学）、仁川栄寿先生（中部大学）から有益かつ貴重な御質問をいただいた。改めて感謝の意を表したい。

なお、本稿は拙稿（2015）『『国際統合報告フレームワーク』の論点と経営分析への影響』『経営分析研究』第31号（54-62頁）を統一論題報告のために再構築し、大幅に加筆修正したものである。