

京都大学大学院経済学研究科  
再生可能エネルギー経済学講座  
ディスカッションペーパー

**持続可能な経営のための Public Value 理論の重要性**

－ 広義のステークホルダーによるモニタリング強化に資するパフォーマンス指標 －

**Importance of Public Value Theory for Sustainable Management**

－ performance indicators that contribute to strengthening monitoring by extended stakeholders －



2021 年 4 月 19 日

19th April 2021

京都大学大学院地球環境学舎

修士課程

坂本 祐太

**Yuta SAKAMOTO**

Master's Student,

Graduate School of Global Environment Studies,

Kyoto University



## 持続可能な経営のための Public Value 理論の重要性

ー 広義のステークホルダーによるモニタリング強化に資するパフォーマンス指標 ー

## Importance of Public Value Theory for Sustainable Management

ー performance indicators that contribute to strengthening monitoring by extended stakeholders ー

京都大学大学院地球環境学舎 修士課程 坂本祐太

Yuta SAKAMOTO

Graduate School of Global Environmental Studies, Kyoto University

### Abstract:

It is essential to capture the company's contribution to the public good. It is clear that while the company's philosophy is to create value for all-stakeholders, ignorance against extended-stakeholders is recognized. In addition, through empirical experiments of the new approach, the results indicated that the trade-off relationship between public and business entity is strongly related to non-financial information, not financial information. In conclusion, it can be argued that it is important to acknowledge the inadequacy of current corporate activities on creating public value only target selected-stakeholders and necessary to return to the extended-stakeholder perspective.

### Keywords:

Evaluation of public good, Public Value theory, Non-financial report, integrated report, Sustainability report

### 要旨

企業の公器としての役割を評価することは不可欠である。本稿では、統合報告書などのレビューを通じ、理念的には全てのステークホルダーへの価値創出を掲げている一方で、公益性に関与する広義のステークホルダーへの考慮が軽視されている実態を明らかにした。また、新たなアプローチで企業の公益性を評価する定量指標を実証実験し、その結果をもとに、公益と企業のトレードオフ関係は財務情報ではなく非財務情報との関連性が強いことを明らかにした。従って、企業の公益的活動は特定のステークホルダーのみを対象としている現状の不十分を認め、広義のステークホルダー目線に立ち返ることが必要であると論じる。

キーワード： 公益評価、Public Value理論、非財務情報、統合報告書、サステナビリティ・レポート

(2021年月日受理)

## 1. はじめに

持続可能な経営を追求するにあたって、いわゆる社会的な便益の創出を通じた事業体の公器としての役割を重視する傾向が強まっている。特に経営学の領域では、啓発されたステークホルダー主義への回帰、コーポレートガバナンス改革、インタンジブルズ経営などを筆頭に環境・社会・ガバナンス (ESG) のガバナンス (G) の領域を中心とした発展に注力されてきている (伊藤ら, 2016; 梅田, 2018; 田村, 2018)。しかし、環境 (E) と社会 (S) の領域へと企業責務が拡張されていくことは、企業にとってのステークホルダー概念として、いわゆる株主・従業員・顧客でもない外部のステークホルダーを認識することが重要となり (内山, 2015)、要は「広義のステークホルダー」へと概念が広範に拡張されていくことを意味する。この前提を踏まえると、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係の具体化こそがコーポレートガバナンス改革の中核的議題となるべきところであるが、実際には、企業にとっての重要なステークホルダーとは企業が特定しており、要は「事業者目線で特定した、特定のステークホルダー」と経済主体のトレードオフ関係に焦点を当てたガバナンスが実践されている (エクレス クルス, 2015)。なぜならば、どのステークホルダーを重要視し、提供すべき価値として何が妥当であるかを判断する価値観は企業ごとに異なり、その意思決定の最終責任は企業の取締役会にあるからである。このように、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係に明確な基準が存在しない場合、社会的便益や公益性への貢献を強調する理念が先走るだけで具体的実現性は曖昧となり、結果的に企業価値向上戦略を毀損する可能性が危険視されている (田村, 2020)。この懸念についてはエクレス クルス (2015) も、『私たちは全てのステークホルダーを大切にす』といった懐柔的でおざなりな言葉によって、この対立を回避しようとする試みは、マテリアルな課題を決定する企業の能力に暗い影を落とすだけでなく、企業報告の変革の動きの便益を得る企業の力を阻害することにもなる」と述べている。従って、持続可能な経営の次なる発展 (E と S への拡張) には「広義のステークホルダー概念の具体化」がまず重要であると考えられる。この課題がいかに枢要であるかを論じることが、本稿の第一の目的となる。

加えて、ステークホルダー概念を拡張するべきとの理念を実務レベルに落とし込み、ガバナンスに組み込んでいくためには、広義のステークホルダーに対する企業の貢献度、つまりは社会的便益の創出を定量化し企業の公益性を評価できなければならない。広義のステークホルダーに対する企業の貢献をどの様に可視化し、評価・指標化することができるかが重要となる。この公益評価指標は、広義のステークホルダーによるモニタリング強化を代替するパフォーマンス指標ともいえる。この課題に対して、サステナビリティ・レポートや統合報告書などの既存アプローチを充足する形で、新たな視点から経済主体の公益性を評価できるアプローチを提唱する。まず、既存の公益評価のアプローチの殆どが事業者目線でステークホルダーを特定し、「特定のステー



クホルダー」のみを対象として捉えている現状を示す。そして、特定のステークホルダーではなく、「広義のステークホルダー」を対象とした公益評価を可能とするアプローチをアウトサイド-インなアプローチと称し、指標としての妥当性・実用性・有効性を備えていることを明らかにする。アウトサイド-インな指標が、事業体の経済活動を通じて創出された公益性を評価するモニタリング指標として、また公益性に対するパフォーマンスを管理できる指標として優れていることを明らかにすることが、本稿の第二の目的である。

これらの目的に準じた論述を本稿では下記の構成で進める。まず、第2節は、特にESG経営とコーポレートガバナンス改革の観点に基づき、先行研究を踏まえながら、経営学の領域における持続可能な経営に向けた課題、そしてサステナビリティ・レポートや統合報告書などを事例に公益評価における実態を整理し、問題提起を行う。そして、これら課題に対する解決策として提唱するアウトサイド-インなアプローチのコンセプトを明らかにする。

続いて、アウトサイド-インな指標が公益評価指標として優れていることを明らかとするため、評価手法/指標の妥当性・有効性・実用性・信頼性の4つの性質において詳細に論じていく。第3節では、アウトサイド-インな指標が広義なステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を明確に指標化できる手法として妥当性があることを理論的に明らかにする。経営学と行政学の融和的視点を基盤とした研究テーマ「Public Value理論」からアウトサイド-インな視点が誕生したことを踏まえ、Public Value理論の変遷から既存指標らの問題点を明らかにする。アウトサイド-インな指標の方法論や評価手法についても具体的に示し、どの様な価値を可視化できるのか明らかにする。

公益性は経済外部性の一部であるから一般的には無視されてしまう価値である。そこで、公益への配慮が企業の競争力に関連していくためには社会的な訴求力、もしくは社会的な影響力がアウトサイド-インな指標に備わっている必要がある。つまり、アウトサイド-インなアプローチが明らかにする新しい価値指標は社会に与えるインパクトが大きいことの可能性を示す。第4節では、指標の社会的影響力を考察する一つの手段として、既に社会的な影響力を備えているとのコンセンサスを有する既存指標ら（好感度スコア、CSRスコアなど）とアウトサイド-インな指標の関連性を重回帰分析・相関分析を通じて検証し、考察を行う。この観点をアウトサイド-インな指標の有効性として論じる。従って本節では、アウトサイド-インな指標の特徴、既存指標とは異なる新しい価値を体現していること、そして公益性との評価価値は財務情報ではなく非財務情報との関連性が強いことを定量的に明らかにする。

公益性に対するパフォーマンスを具体化するだけでは不十分であり、それを管理することができる実務適応性を備えた指標がガバナンスには求められる。そこで、アウトサイド-インな指標の実用性に関して第5節にて論じる。アウトサイド-インな指標が実務で使われた事例はまだ存在していない。そこで、管理会計分野から非財務情報活用における情報有用性基準を参照し、実用性の高い評価指標の条件・基準を満たし

ているかを明らかにする。7つの公益評価手法を比較分析し、アウトサイド-インな指標は相対的に情報有用性が高いことを示す。加えて、コーポレートガバナンス改革にて重要な役割を担う独立役員の社外情報入手が不十分であることを指摘し、アウトサイド-インな指標は彼らにとって有益な情報提供が可能であることを示す。また、アウトサイド-インな指標自体の課題についても定量的に整理する。

最後に、第6節では結論として、今まで論じてきた妥当性・有効性・実用性の3点に渡る分析を踏まえた総合的な観点としてアウトサイド-インな指標の信頼性について論じる。アウトサイド-インなアプローチは、個人の主観を集合することで事業体の経済活動によって創出された公益を価値化することとしている。極めて非財務情報な性質を持つから、この指標が経営者にとって信頼に値するのかが重要となる。

本稿の研究は今後、経営の実務レベルでのアウトサイド-インな指標の採用を期待し、アウトサイド-インな指標を中核としたESG活動の戦略に活用されることを目標としている。

## 2. 公益性を重視したガバナンスにおける課題の明確化

### 2.1. 広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係という課題

長期的な利益確保のためには、投資先企業のガバナンスの改善に加え、環境・社会問題などの負の外部性を最小化すること、つまり ESG の考慮が重要である(GPIF, 2020)。

本節では、経営学の領域から、先行研究を踏まえながら、持続可能な経営のための発展に向けた課題を整理する。持続可能な経営を追求するにあたって、いわゆる社会的な便益の創出を通じた事業体の公器としての役割を重視する傾向が強まっている。特に日本の経営者は、欧米と異なり、ステークホルダーとして株主だけでなく他のステークホルダーも重視する傾向が強いことや、企業価値の中で経済価値だけでなく社会価値や組織価値をも重視している、との特性・傾向が確認されている(伊藤, 関谷, 櫻井, 2014)。

しかし、社会的な便益に重きを置く姿勢は評価できるものの、要は ESG への考慮が経済発展に結びつかなければ投資家は離れてしまう。つまり、E と S の領域へと企業責務が拡張されていく中で、「広義のステークホルダー」いわゆる株主でも従業員でも顧客でもない、より広範なステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係に明確な基準が存在していない場合、社会的便益や公益性への貢献を強調する理念が先走るだけで具体的実現性は曖昧となり、結果的に企業価値向上戦略を毀損する可能性が危険視されている(田村, 2020)。従って、ESG を中核とした持続可能な経営の次なる発展 (E と S への拡張) には「広義のステークホルダー概念の具体化」が重要であるとされている。

ここで改めて、課題として提起した「広義のステークホルダー概念の具体化」とは具体的にどのような問題を意図しているのか、また、何故重要な問題だといえるのかとの間に対して(田村, 2020)を参照し論じていく。



まず、コーポレートガバナンス改革におけるステークホルダー主義者と株主価値主義者のそれぞれの立ち位置を明確にするために、カリフォルニア大学ロサンゼルス校の Bainbridge 教授が提唱する「コーポレートガバナンスの目的軸と手段軸」との考え方に注目する<sup>1</sup>。すると、ESG の課題としてあげた広義のステークホルダー概念の具体化は目的軸であって、手段軸ではないということがわかる。つまり、もしその目的を達成するための手段が実務上伴わない場合、目的は理想に留まってしまう可能性があることが懸念される。Bainbridge が言うところの手段軸とは、「会社経営に関する最終決定な意思決定は誰が行うべきか」を意味している。

では、広義のステークホルダーを具体化する手段については、株主（機関投資家を含む）で十分ではないか、との観点がある。実際、コーポレートガバナンス改革における手段軸の発展は、1970 年代の経営者重視、1990 年代以降の取締役会重視、そして 2000 年代以降の株主重視と系譜は流れている。2014 年の日本版スチュワードシップ・コードの制定は、機関投資家のエンゲージメント（目的を持った対話）の強化を促し、2013 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」における経済活性化策の柱として位置づけられているほどである(田村, 2018)これらの潮流は、企業活動の究極目的である効率的な資源活用による利益増大を追求するための現実的なモニタリングモデルを体現するための発展として評価できる。田村(2020)が説明するように、「Friedman<sup>2</sup> が真に異議を唱えたのは、企業の社会的責任論が、企業の利益追求自体を非道徳的なものとみなし、社会主義・集産主義(collectivism)につながる危険性に対してである」、このように曖昧な CSR 活動こそ企業活動にとっては偽善的であり、経済システムから最も排除すべき障害であることは明確である。

従って、ハーバード大学の Jensen 教授がバランス・スコアカード (BSC) についての有用性を評価しつつも経営者の業績評価の指標とすることに対して批判的<sup>3</sup>であるように、広義のステークホルダーを重視する経営方針(目的軸)を掲げることと、株主だけでなく広義のステークホルダーを含めたトレードオフ関係を判断するパフォーマンス指標を経営者が採用する(手段軸)ことは全くの別の議論であると区別すべきである。なぜなら、広義のステークホルダーとのトレードオフの判断基準が不明瞭な場合、それに伴う経営者のアカウンタビリティは不明瞭なものとなり、結果的に Friedman が指摘する危険なガバナンス体制を自ら作り出すことになるからだ。

しかし一方で、田村(2020)が提起するように、そもそも株主に経営陣の公益追求を監視・促進するインセンティブはどれだけあるのだろうか。要するに、広義のステークホルダーを具体化することは企業活動の目的軸であって、しかしその手段軸を株主に依拠している場合、必然的に利益相反の発生しうるパフォーマンス指標が第一義的

<sup>1</sup> “Bainbridge は、コーポレートガバナンスの「目的軸」(会社経営の目的は、株主価値の最大化か、すべてのステークホルダーの利益の最大化か)と、「手段軸」(会社経営に関する最終的な意思決定は誰が行うべきか)を区別した”と説明されており、同時にこの目的軸と手段軸を分けてマネジメントを考慮することは重要である。田村(2020), P.140 参照。

<sup>2</sup> Friedman, M. 新自由主義的なシカゴ学派の代表人物であり、1976 年にノーベル経済学賞を受賞する。田村(2020), P.142 参照。

<sup>3</sup> 田村(2020), P.161 参照。

に採用されるべきというのが原則となる。ところが、当の本人である株主に対して企業の公益追求に対するモニタリングの厳格化（受託者責任の発揮）を期待できない可能性は十分に考えられるだろう。田村(2020)の基本的な主張をまとめると、コーポレートガバナンス改革の発展を評価しつつ、しかし、ESG の E と S の領域へと企業責務が拡張されていく中ではコーポレートガバナンスの目的軸だけが理念的に先走ることなく手段軸も伴わなければならないはずだが、現状では目的軸に相応する手段が実現していないこと、もしくはその難しさを明らかにしている。

ESG の拡大により広義のステークホルダーは重視される傾向にあるが、彼らが享受する便益がモニタリングされ強化・改善される保証に明確な根拠は現状なく、言い換えれば、従来と同様に無視される可能性は高い。最も、この程度の改革であれば努力すること自体が市場原理の妨げとなり、Friedman の懸念を現実化することになりかねない。

結論的に言えば、今後の ESG が E と S に拡張される中で、広義のステークホルダー概念の具体化における課題は、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を明確にすることである。具体的に述べるならば、ESG における環境面や社会面を充足するには、ステークホルダーは株主から市民までの広範な最終受益者として認識されるべきである。また、それらステークホルダーと企業活動のトレードオフ関係を具体化できる妥当な方法論を見つけること、すなわち定量化・指標化を可能とすることができなければならない。ここに全ての要因と結果を議論するための事象が詰まっていると考えられる。

## 2.2. 公益評価における非財務情報開示に特化したアプローチの課題

広義のステークホルダー概念を具体化するために、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係の明確化が重要な課題であると論じた。この課題はどちらかといえば概念的かつ総合的な課題であるから、本節ではこの課題についてより具体的に論じていきたい。CSR やサステナビリティ・レポート、統合報告書などを事例に実態を踏まえた課題の具体化に言及するとともに、本稿が提唱する新たな概念であるアウトサイド-インなアプローチの定義について述べていく。

サステナビリティ・レポートから統合報告書への発展は「対話性の強化」を目的としている。そもそも統合報告書が必要とされる背景としては、伊藤(2019)によると、法的強制力を持ってして情報開示される財務報告書（アニュアルレポートなど）と、任意的<sup>4</sup>に情報開示されるサステナビリティ・レポート（環境報告書や CSR 報告書）の 2 つの報告書が開示する情報に一貫性がないことが投資家の信頼性を欠いていたと指摘する。加えて、特にサステナビリティ・レポートは企業のプロパガンダとしての情報開示となりがちであり、ステークホルダーとの対話に有用な透明性ある情報ではないと憂慮されるとも指摘する。そこで、これらを背景に、統合報告書では、統合報告書の内容項目間を結合することが重要であり、要は財務情報と非財務情報、もし

<sup>4</sup> サステナビリティ・レポートによる情報開示は、もはや「任意的」とは言えない程度に促進されており、欧州を始めとする地域では「義務化」に近い状況にあるとの認識が正しい（エクレス クルス, 2015）。



くは価値創造と資本の結合性が肝心であると述べている。このことについては、「ESG投資にあたって障害となっているのは、ESG情報の比較可能性・適時性・信頼性の欠陥である」とのESG情報を活用する投資家らの意見も代弁をしている(加賀谷,2017)。

加えて、統合報告が果たすべき役割については、「投資家との対話による長期的な企業価値の創造」と「価値創造に影響する多様なステークホルダーの認識(多元的な企業価値の追求)による長期的な企業価値の創造」の2つであり、両者はつながっていると定義されている(内山,2015)。また、内山(2015)は、図2.1に基づき、多元的な企業価値を追求することは外部のステークホルダー(本稿の広義のステークホルダーに同義)を認識することであり、ひいては「外部のガバナンス」の強化を有効的に機能させる一つの手段としての役割が統合報告書には見いだせると論じている。

従って、対話をする相手、いわゆる広義のステークホルダーを認識すること、そして対話を実現すること、の2つが統合報告書の主な目的であると考えられる。そして、「対話性の強化」を具体的に明記するならば、広義のステークホルダーを認識するために多元的な企業価値を財務情報並びに非財務情報にて具体化し、それらを結合させて実務上の戦略に反映することが重要となる。

しかし、統合報告書が本来の目的として定める「対話性の強化」には2つのアプローチが存在していると考えられる。本稿ではその2つを【図2.2】の様に定義する。

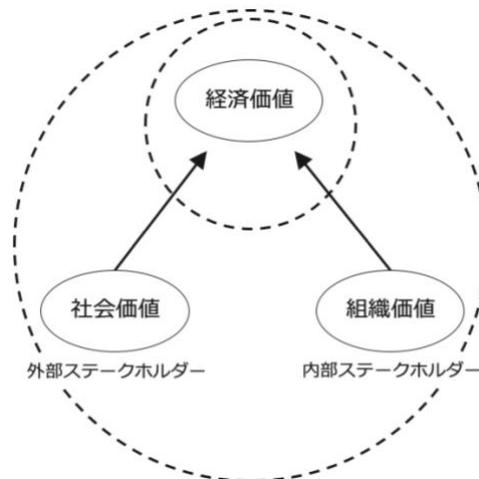


図 2.1) 「社会性・人間性は経済性の手段」の考え方

〔出典〕内山, 2015

「対話性の強化」を事業体目線で考える手法である「インサイド-アウトなアプローチ」は、事業体自身（内部を意図したインサイド）が社会（外部を意図したアウト）に対する発信を通じたエンゲージメントに特化している。反対に、「対話性の強化」を広義のステークホルダー目線で考える手法である「アウトサイド-インなアプローチ」は、社会もしくは広義のステークホルダー（アウトサイド）からの視点で事業体（イン）に対するエンゲージメントに特化している。

これまで説明してきたように、統合報告書における「対話性の強化」は広義のステ

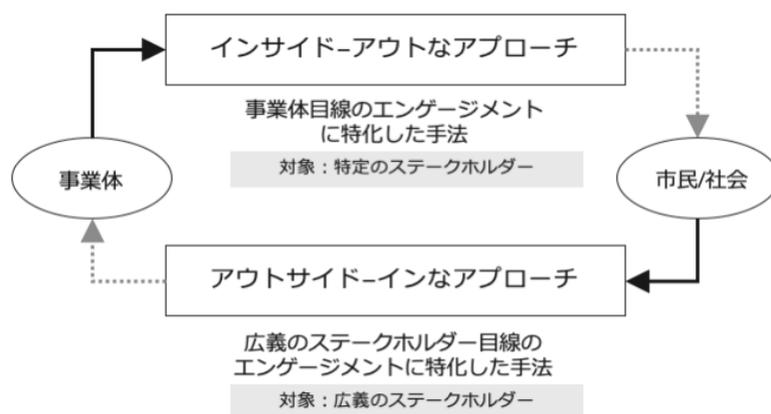


図 2.2 インサイド-アウトなアプローチとアウトサイド-インなアプローチの定義

〔出典〕筆者作成

ークホルダーを対象とすることを理念的に掲げている。しかし実状として、インサイド-アウトなアプローチは特定のステークホルダーのみを対象とした価値創出に留まっていると考えられる。この点について、これより、それぞれのアプローチについて実例を参考としながら論じていく。

まず、インサイド-アウトなアプローチについて述べていく。実は、現状の統合報告書はインサイド-アウトなアプローチであることがほとんどである。例えば、エーザイは（伊藤, 2019）でも統合報告における価値創造と資本の結合性を重視している事例として登場するほどに統合報告書の役割を重視した先進的企業である。特に注目しているのは、ステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係に対して実証研究を行い、具体的な指標を示していることである（図 2.3 を参照）。これはまさしく、財務情報（この場合 PBR）と非財務情報、例えば、人的資本・研究開発への投資や女性管理職比率・育児面での支援などを結合させた事例として特筆に値する。

しかし、内山(2015)の指摘に立ち返ると、多元的な企業価値を追求することは外部のステークホルダーを認識することであり、そこに社会価値は宿ると考えている。一方で、エーザイが図 2.3 にて提示している非財務情報は組織価値に分類されるものだと考えられる。広義のステークホルダー概念は株主でも従業員でも顧客でもないより広範なステークホルダーだと定義したが、エーザイがトレードオフ関係を具体化したのは組織価値に内包可能な狭義のステークホルダーに偏っていると指摘できる。つま



り、企業が一部のステークホルダーを特定した上での戦略となっており、これは広義ではなく特定のステークホルダーを対象としていると表現することがふさわしい。

このような傾向はエーザイに限ったものではなく統合報告書全体の傾向であるといえる。伊藤(2019)は、統合報告書の価値創造プロセスに関する情報開示のアプローチを代表する3種 (IIRC<sup>5</sup>のオクトパスモデルなど) に対する情報結合性について、つまりは「対話性の強化」について評価している。結果、3種とも結合性に関する評価は低く、いずれも財務情報と非財務情報の結合性をあまり満たしていないと分析している<sup>6</sup>。また、GRI<sup>7</sup>が発表したリサーチペーパー<sup>8</sup>においても、「約半数の『“自称” 統合報告書』は、同一の表紙のもとで、2つの別個の刊行物、アニュアルレポートとサステナビリティ・レポートであり、最低限の『統合』がなされているだけである<sup>9</sup>」と示されており、やはり統合性は不十分であると認識できる。本来の統合報告書が果たすべき機能としては、広義のステークホルダーの存在を認識すること・対話の実現を併せて「対話性の強化」であり、これら2つを同時に満たすべきである。しかし、統合報告書はインサイド・アウトな傾向が強く反映されている実態があり、特定のステークホルダーのみを対象とした、つまりは事業者目線への偏りが生じていることは明確である。

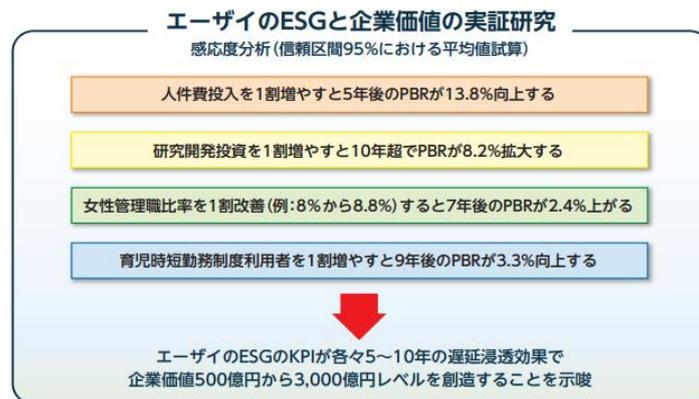


図 2.3) 財務情報と非財務情報のトレードオフ関係に対する実証研究の事例

[出典] エーザイ統合報告書 2020

る。特に有力な国際機関として3つを挙げることができる。IIRC (International Integrated Reporting Council : 国際統合報告評議会)、SASB (Sustainability Accounting Standards Board : サステナビリティ会計基準審議会) の2つは統合報告書に関する基準を提示している (伊藤, 2019)。そして、GRI (Global Reporting Initiative : グローバル・レポート・イニシアチブ) はサステナビリティ・レポートに関する基準を提示している (林, 2014)。

<sup>6</sup> エーザイの事例は最も評価が高いものの、価値創造プロセスを「戦略マップ」として図式しただけに過ぎず、どの様にするか結合できるか、つまりは価値創造と資本投下をいかに結合できるかについて必ずしも明確にしていないと指摘している (伊藤, 2019)。図 2.3 は、この指摘を受けて、財務情報と非財務情報の結合性をトレードオフ関係として指標化したものだと考えられる。

<sup>7</sup> Global Reporting Initiative (GRI) : グローバル・レポート・イニシアチブ

<sup>8</sup> 「統合報告書の最新動向と先駆的事例についてのリサーチペーパー (The Sustainability Content of Integrated Report — A Survey of Pioneers—)」 (2014 年 1 月) では、IIRC による統合報告書に関する対話の意義を後押しする内容が記されている (エクレス クルス, 2015)。

<sup>9</sup> 「統合報告の実例 — 未来を拓くコーポレートコミュニケーション—」 (エクレス クルス, 2015)、P.80 を参照。

また、サステナビリティ・レポートにおいてもインサイド-アウトな傾向は問題視されている。まず、財務情報と非財務情報のトレードオフ関係を定量化することの困難さに起因し、多くのサステナビリティ・レポートは定性的な記載のみで構成されていることが指摘されている（エクレス クルス, 2015）。定性的な記載が多くを占める実態には、企業報告の概念的基盤を形成するマテリアリティという考え方に起因している。マテリアリティには正式な定義が存在していないものの、要は、企業が社外に対して報告すべき情報を決定するというプロセスを通じて発揮される企業の責任のことを指す（エクレス クルス, 2015）。エクレス クルス(2015)は、事実がマテリアルな場合は報告、つまり、情報開示すべきであり、そうでない場合は報告する必要がないもの、そして、何をマテリアルとみなすかの最終決定を下す責任は企業の取締役にあると説明している。従って、社会における企業の公器としての役割を果たすためにマテリアリティの発揮は重要であり、その程度と精度が議論の焦点となる。しかし、マテリアリティとしての優先度は社外に対して報告すべき要素である一方で、何がマテリアルであるかは社内の取締役が決定しているという二元的性質を持つことに注意が必要である（エクレス クルス, 2015）。

そこで、GRIは「Materiality Matrix」（以下、MMと略称）とのフレームワークを提供しており、事業体の経済活動と広義のステークホルダーという二元性を踏まえたトレードオフ関係を意識したフレームワークの活用を推奨し始めている（GRI, 2016）図2.4の左側にはGRIが推奨するMMのフレームワークを示している。しかし、GRIのMMフレームワークは考案されて10年の経過の中で変化し、結果として図2.4の右側のような典型パターンへとマテリアリティの定義が変わったという（エクレス クルス, 2015）。後者は、いわば企業が自身のマテリアリティに基づいて意思決定したMMフレームワークである。このようにマテリアリティの視点が社外志向から内々へと変化するのインサイド-アウトな傾向といえよう。何故こう変化したかといえ、

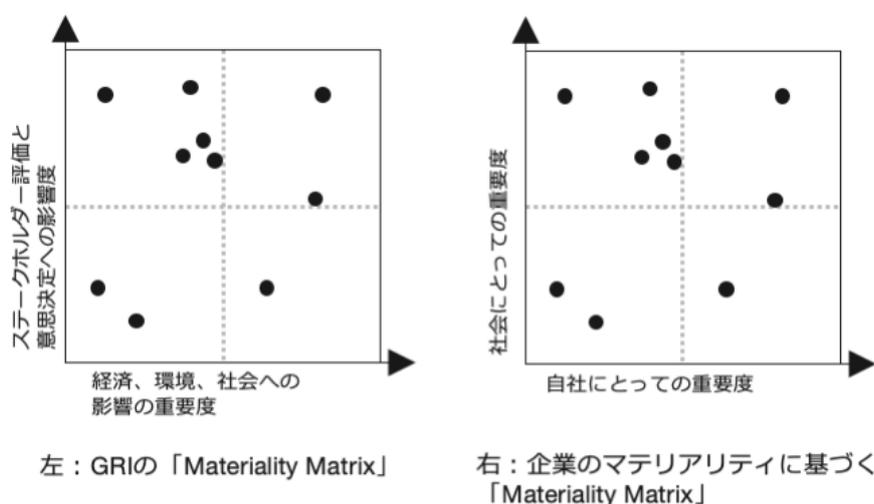


図 2.4) 「Materiality Matrix」 の変化

〔出典〕 [GRI, 2016]、 [エクレス クルス, 2015]をもとに筆者作成



やはり、企業にとって何がマテリアルかは企業ごとに異なるものであり、それは企業自身が判断し、取締役が承認すべきものとして、マテリアリティの権限と責任が社内にあることが考えられる（エクレス クルス, 2015）。

また、マテリアリティの責任が社内にあることに起因し、エクレス クルス(2015)は、「実のところ、Y軸を正確に表現するならば、『“社会”を表すものとして積算した特定ステークホルダーの利害の特筆性に関する企業の認識』である。・・・こうして認識される特筆性は、企業が社会における自分の役割をどう捉えているかに影響される。なぜなら、それは企業がどのステークホルダーとエンゲージメントを行い、彼らの認識をどう重み付けるかを決定するからである。従って、それが課題に対する社会の相対的な重要性の『客観的』もしくは『正確』な認識であることはありえず、またそのように解釈されるべきでもない。それは関連性のあるステークホルダーと彼らの重要性を識別するために取締役会が取りまとめた『重要な関与者とマテリアリティについての声明』に根ざし、企業がその課題が社会にとってどれだけ重要と考えるかを企業の観点から表したものである。」と述べている。つまり、サステナビリティ・レポートが対象とするのは特定のステークホルダーであると明記しており、加えて、マテリアリティの二元的性質を念頭にその不足を補う形でフレームワークが考案されたとしても、インサイド-アウトなアプローチは内々へと事業者目線を強めてしまうことが課題として挙げられる。

このようなインサイド-アウトなアプローチの実態に対して、Bilolo(2018)は、「これらの機関<sup>10</sup>のアプローチは、企業の社会的影響のより全体的な視点において根本的な貢献を実現しているが、1つの重要な欠点がある。それは、公益(Public Value)を構成するものについて独自の仮定を規範的に指定することによって、世論を無視していることだ<sup>11</sup>」と批判する。つまり、公益と経済主体のトレードオフ関係において、経済主体側から公益を具体化するアプローチには、その公益を享受する人間（社会を構成する個人/市民/世論）そのものを軽視することで「もっともらしい」答えを示すことに帰着していると問題を指摘している。要は、インサイド-アウトなアプローチが公益の受益者である広義のステークホルダーを無視してしまっていることが課題と考えられる。CSR やサステナビリティ・レポート、統合報告書らの実態を踏まえても、経済主体が実際に創出している公益は多様かつ広範に存在するものの、経済主体が自身の価値観に基づき公益を規定してしまうと、社会価値よりも組織価値に重心が移ってしまうことを指摘できる。このような傾向は多元的な企業価値を含む公益性評価の矛盾した課題を体現しており、なぜなら非財務情報として財務情報（資本効率性）とのトレードオフ関係を利益相反があるパフォーマンス指標として示すことができる、もしくは示し易いのは組織価値であり、現状、社会価値（知的資本、人的資本、社会関係資本からなるインタンジブルズや自然資本など）は測定が困難であると考えられ

<sup>10</sup> 「これらの機関」には、GRI、IIRC、SASB が該当する（Meynhardt Bāro, 2019）。

<sup>11</sup> 原文：“Even though these institutions’ approaches have fundamentally contributed to a more holistic perspective of corporations’ social impact, they have one important deficit: by normatively specifying their own assumptions on what comprises public value, they neglect public opinion (Bilolo, 2018).”

ているからだ（伊藤, 2019）。

そこで、組織価値だけでなく社会価値も、経済価値だけでなく社会的便益も、もしくは社会性・環境性・経済性の3側面を網羅することができる公益評価手法/指標として、また、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を具体化するアプローチとして妥当性の高い方法である「アウトサイド-インなアプローチ」を提唱する。



### 3. アウトサイド-インな指標の妥当性

#### 3.1. Public Value 理論とアウトサイド-インなアプローチ

アウトサイド-インな公益評価指標に関する具体的な説明をする前に、アウトサイド-インなアプローチの学術的基盤である Public Value 理論について論じていく。Public Value 理論は行政学の学問領域であり、NPM 理論の後継として 1990 年代から現在にかけて注目されている学術テーマである。そして、アウトサイド-インという着眼点が経営学ではなく行政学の観点から生まれたことが興味深い。

本来、行政学は行政という完全に公益的な組織が経済社会に対してどの様に働きかけるべきであるか、もしくは貨幣価値に換算しにくい彼らの行動をいかに管理されるべきかとの着眼点に帰着している。しかし、行政学の本流が NPM (ニュー・パブリック・マネジメント) 並びに VFM (バリュー・フォー・マネー) から Public Value 理論に移行した当時は、元々は行政学の本流を引き継ぎ、そのような観点を重視しつつ、しかしマネジメント (実務での管理面) に特化したフレームワークを開発することを中核としていた。具体的には、BSC を踏襲しつつ、公益性評価における実用性を発展させた新しいフレームワークなどの開発などが挙げられる。つまり、Public Value 理論は行政学の学術テーマとして、公共セクター (省庁などが多い) のパフォーマンス指標開発に取り組んでいた。通常、パフォーマンス指標はインプット (投下コスト) に対するアウトプット (売上/利益) の効率性を評価するものであるが、公共セクターの場合、アウトプットとしての経済的成果は少ないがアウトカム (成果) としての社会的便益は創出していると考えられている。そこで、Public Value 理論におけるパフォーマンス指標開発では、社会的便益という広範な概念をいかにアウトカム並びにアウトプットとして具体化できるか、これが研究課題となっている。例えば、イギリス政府の財務省では実際に Public Value 理論に基づくパフォーマンス指標が開発され実践されている最中である (HM Treasury, 2019)。

しかし、Public Value 理論は、民間企業並みのガバナンスを目指し民間のガバナンス体制を参考とする中で、また Moore(1995・2013)や Bozeman(2007)といった Public Value 研究者らの議論を経た上で、行政学というよりむしろマネジメントや経営の分野での活用が期待された学術テーマとして発展し (Bryson, Crosby, Bloomberg, 2015)、実証研究も実際の企業をフィールドにするなど非常に経営学に近い学術テーマとなっている。Public Value 理論が統合報告書などの経営学における公益評価と異なるのは、財務情報 (資本効率性に関するデータ) が極端に少なく、非財務情報が殆どを構成している点にある。つまりは、Bilolo(2018)が指摘するような「もっともらしい」評価ですら困難であったとの背景がある。

このような研究背景の中で、社会的便益という広範な概念に対するパフォーマンスを管理する評価手法並びに評価指標の開発志向は、経営学における統合報告書と同じくインサイド-アウトなアプローチへの偏りを経て、アウトサイド-インなアプローチへと転換するようになった。なぜなら、実務者にとって実用性・有効性の高い指標と

は、経済主体が経済主体目線で自身の創出している公益を自ら定義し評価するインサイド-アウトなアプローチであったが、この指標には欠陥があるとの認識が明確となったからだ。

Public Value 理論における議論の変遷としては、当初 Moore(1995)はマネジメント面に焦点を当てていたが、最近の Public Value 研究者の総意としては、公益価値はより包括的・広範な概念をも内包する方向性が正しいと考えており、従って、第一義的には社会に既に存在していると考えられる公益をどう測定できるかに焦点を当てている<sup>12</sup>、と説明される (Meynhardt & Jasinenko, 2020)。この変遷について詳細に述べていくと、Moore(1995・2013)は実務者にとって実用性・有効性の高いマネジメントに特化した指標を開発することを志したが、経済主体が自らの創出する公益を自ら定義し評価するアプローチ、つまりインサイド-アウトなアプローチは、公益（社会的便益）という規範的な内容が大量かつ多様に紡がれている広範な概念を網羅できていないことを Bozeman(2007)などから指摘された。そこで、公益価値をより包括的・広範に内包することへの取り組みへと再転換していくが、公益という広範な概念の網羅を強化する取り組みに対して、Bozeman(2007)や Felber ら(2019)などが開発した手法；経済主体もしくは第三者機関が公益の構成要素を積み上げ式に定義するアプローチ、つまりインサイド-アウトなアプローチは、非常に複雑なフレームワークとなり実用性・有用性が低い評価手法となってしまった (Bryson, Crosby, Bloomberg, 2015)。

これまでに述べてきたのは、いうなれば Public Value 研究者らが結論づけたインサイド-アウトなアプローチの限界である。この点について具体例を示しながら追加的な説明を行う。例えば CSR 活動の具体例に置き換え説明すると、木を植えるというプロジェクト A とプロジェクト B が同じ費用だったとして、しかし、原価の違いで植樹本数がプロジェクト A の方が多かった場合、二酸化炭素削減量というパフォーマンス指標においてプロジェクト A が評価される。この評価が適切ではない理由は、二酸化炭素削減量との公益価値はその経済主体が自身の価値観に基づき選択した公益性であることにある。例えば、プロジェクト B の経済主体は事前に顧客にアンケートを取り、本社周辺への植樹と新興国での植樹のどちらを顧客が期待しているか調査している可能性もある。また、地域に植樹されることで地価の向上を狙った地域住民に向けた投資の可能性もある。いずれのケースにしても二酸化炭素削減量というユニバーサルな効果に勝る公益は存在しないと規定することも経営者の選択肢であることは間違いないが、すると、Jensen が言うところの「経営者の判断基準決定プロセスに寄与するパフォーマンス指標」としての公益評価指標はユニバーサルな効果でしか判断できず、それこそ二酸化炭素削減量が唯一無二な指標となろう。しかし、ビジネスが創出する公益はそこまでシンプルではなく、より多様な公益を創出していると考えられる。ところが、その多様な公益を列挙し、分類、積み上げ式に定義しようとする、公益は極めて広範な概念であるから枚挙にいとまがない状態に陥り、結果的に

<sup>12</sup> 原文：Even though Moore (1995) initially focused on public managers' tasks in creating public value, most of the recent public value scholars agree that we need a more holistic perspective. Bozeman (2007), Benington (2011), and Meynhardt (2009) all focus primarily on public value's embeddedness in society (Meynhardt & Jasinenko, 2020).



複雑で実用性の低いフレームワークが生まれ、実用性・有用性が低い評価手法となってしまうのだ。

この点について追加的な考察を行うために、行政学の領域から実際の公益評価指標

表 3.1) 比較分析した 7 つの公益評価指標に関する基礎情報

〔出典〕 筆者作成

| Methodology  | Public Value Framework                                    | Public Value Framework (DCA)   | Public Service Outcome Model  | Citizen Value   | Common Good Balance Sheet         | Public Value Scorecard            | Public Value Map  |
|--------------|---|--|---|---|-----------------------------------|-----------------------------------|---|
| 評価手法の紹介者     | HM Treasury (イギリス財務省)                                     | Department of Culture and Art (オーストラリア文化庁)                               | Accenture (アークセンチュア)  | Wuppertal Institut  | Christian Felber                  | Timo Meynhardt                    | Timo Meynhardt  |
| 適用領域         | イギリス  | オーストラリア  | アメリカ  | ドイツ   | ドイツ                               | ドイツ                               | ドイツ、スイス   |
| （実証実験/実用）    | 行政機関（関係者）   | 行政機関（関係者）  | 行政機関（関係者）   | 民間企業・NPO/NGOなど  | 民間企業、NPO/NGOなど                    | 民間企業、NPO/NGOなど                    | 民間企業、NPO/NGOなど  |
| 規模           | 複数の省庁（主に財務省）  | 3つのプロジェクト  | 米国の州レベル   | 5つの事業体  | 約# 社程度（主に小規模事業体）                  | 約# 社程度                            | 400社以上  |
| 年次           | 2019  | 2014   | 2006  | 2011  | 2019                              | 2014                              | 2019  |
| 評価フレームワークの概要 | 政府のパフォーマンスを向上させるための（35の項目から成る）行動規範・行動方針を提示し、パフォーマンスを向上させる | 文化活動（芸術、スポーツ、文化イベントなど）   | 公益と費用対効果との両立に基づいたパフォーマンス評価をする。一般的なパフォーマンス指標、文化活動を体験した受益者の評価を併せ、主観に基づく評価と投資コストを比較する。 | 公益と費用対効果との両立に基づいたパフォーマンス評価をする。一般的なパフォーマンス指標、文化活動を体験した受益者の評価を併せ、主観に基づく評価と投資コストを比較する。 | どのような事業が地域住民の公益に貢献しているかを理解したい場合   | 公益を構成する多様な要素を定義し、それらと比較できる定量的データを | 一般的な市民に得られる、公益を構成する要素を定義するのではなく、個人の主観が反映した場合には主観と客観を併用する。 |
| 適した使用法/適用例   | 公益創出を目的とした行政職員（パブリック・オフィサー）の行動規範の策定する場                    | 文化活動に対する投資のインパクトを把握し、評価する場合  | 多様な内部情報にアクセスできるケースで、漸進的な公益の評価をする場合  | 公益を構成する多様な要素を定義し、それらと比較できる定量的データを   | 公益を構成する多様な要素を定義し、それらと比較できる定量的データを | 公益を構成する多様な要素を定義し、それらと比較できる定量的データを | Public Value Scorecardを大規模に実施する場合                         |
| 評価手法のダウンロード  | インサイド・アウト   | インサイド・アウト  | インサイド・アウト   | インサイド・アウト   | インサイド・アウト                         | アウトサイド・イン                         | アウトサイド・イン   |
| 参考文献         | HM Treasury, 2019   | Government of Western Australia Department of Culture and Art(DCA), 2014 | (Cole and Parson, 2006)   | (Wuppertal Institut, 2011)  | (Felber, 2019)                    | (Meynhardt, 2013)                 | Website: Goodmoold Aha in Germany                         |

の実態を参照したい。【表 3.1】<sup>13</sup>で取り上げた 7 つの公益評価指標は、行政学の領域で多量の蓄積がある公益評価との学術テーマの中で「定量的な評価」を試みつつ、加えて「実証的な活用・実験」まで取り組まれた数少ない事例である。そもそも、公益評価に関する研究の内「定量的な評価」に関して何らかの知見を提示できている論文は圧倒的に少数派<sup>14</sup>であり、その中で実証的な事例を併せ持つ手法は更に少ない。その中の、例えば、Citizen Value(CV)は、地域の半官半民なインフラ事業者により開発されており、彼らが定義した公益の中には、社会への貢献として、彼らが地域住民に向け実施している労働トレーニングは地域の労働者育成の基盤として機能し、地域の労働市場全体の高度化に寄与していると述べている。この定義に対して、「トレーニング研修時間・研修制度利用者数が自社の必要とする雇用数よりも多くなること」をKPI（キー・パフォーマンス・インディケータ）として定め、達成目標も併せて設定している。一方で、CVのようにユニバーサルではない地域固有の公益性を規定し始めるときりがないとの問題もある。Common Good Balance Sheet(CGBS)は、経済性を除いた環境性と社会性に特化した公益評価フレームワークを開発しており、公益と経済主体のトレードオフ関係の具体化にかかる要素を包括しつつ、かつ詳細に評価することを試みている。結果的にCGBSが査証し公表するレポートは膨大な文量<sup>15</sup>となり、結果的に非常に複雑なものになっている。加え、詳細に評価するということは事業それ

<sup>13</sup> 文末資料として拡大版を追加提示する。

<sup>14</sup> [Faulkner Kaufman, 2017]は、「公益評価手法（社会的便益の評価手法）」に関する論文を体系的にレビューし、全体数（543本の論文）に対して「定量的な評価」に関する何らかの知見を提示できている論文数は19本（約3.5%=19/543）であることを発見している。

<sup>15</sup> 最低でも30～50ページを超え、80ページ程度にも及ぶ。CGBSは小規模事業者を対象とした事例を多く抱えており、その点では大企業ともなれば文量はさらに増大し公益評価の複雑性は増すと考えられる(Economy for the common good, 2017)。(142社分の統合報告書を調査した研究では、31～60ページ数に収める企業が最も多いことが明らかとなっており(KPMG, 2014)、従って、投資家にとっては統合報告書並みの規模をもつ報告書をもう1つ読むことに相当する)

ぞれの特殊性を反映せざるを得ないことを意味しており、例えば「レストランでビーガン料理を提供することによる加点」と「小売店でフェアトレード商品を取り扱うことの加点」が同等の点数として換算されることになっている。これは、公益を定量化できてはいるものの、事業種を横断した比較ができないことから比較分析可能なデータではなく、定量データとしての情報有用性が低いといえる。

経済主体が創出している公益は多様かつ広範に存在するものの、経済主体が自身の価値観に基づき公益を規定してしまうと、その公益がユニバーサルなものでない限り、その数は多量に存在しているからきりがなく結果的に複雑なものとなる。総じて、インサイド-アウトな指標とは、公益という広範な概念を包括的かつ有効に内包するための妥当なアプローチではなかったと結論付けられる。この点については第 5.1 節にてもアウトサイド-インな指標の実用性における側面からも論じる。

この課題に対して、Meynhardt(2009・2015・2019)は、公益という広範な概念を具体化するために詳細な定義やルールを積み上げていくことが複雑性を生む元凶であり、むしろ、公益は社会の構成員である個人または市民がその価値を認知した瞬間に創造されていると定義すべきだと提唱する。

Meynhardt が開発した Public Value Map (PVM) との公益評価手法/指標を紹介することでアウトサイド-インなアプローチや指標などの具体的なイメージを論じていく。

PVM では、一般市民に対してアンケート調査を行い、一般市民の主観的評価を集

表 3.2) Public Value Map における公益を構成する 4 つの要素

〔出典〕(Meynhardt & Jasinenko, 2020)、Meynhardt より提供された資料を参考に筆者が作成

|                              | 1つ目の要素                      | 2つ目の要素  | 3つ目の要素   | 4つ目の要素  |
|------------------------------|-----------------------------|---|--|---|
| Human Basic Needs に基づく4つの価値観 | <i>Moral-Ethical</i>        | <i>Political-Social</i>   | <i>Utilitarian-Instrumental</i>                    | <i>Hedonistic-Aesthetic</i>                             |
| 日本語での解釈                      | 道徳性・倫理性                     | 社会性・民主性   | 功利性・経済性  | 利便性・欲求満足度   |
| PVMJにて採用した質問文                | 【その事業体】は、道徳的に問題がないと思う。      | 【その事業体】は、社会の連帯感に寄与できていると思う。                                       | 【その事業体】は、きちんといい仕事をしていると思う。                         | 【その事業体】は、人々の個人的な欲求を満たしていると思う。                           |
| 日本語の解釈 (PVM)                 | 【その事業体】は倫理的に正しく事業を行っていると思う。 | 【その事業体】が提供する商品やサービスを踏まえて、【その事業体】の存在自体が日本社会の団結力・結束力の向上に貢献できていると思う。 | 【その事業体】は人々や社会にとって役立つサービスを効率的な方法で提供できていると思う。        | 【その事業体】は、人々の個人的な欲求を満たすことができ、結果的に人々の生活満足度の向上に貢献できていると思う。 |
| PVMの質問文                      | [Company] behaves decently  | [Company] contributes to cohesion in Germany                      | [Company] is doing a good job in its core business | [Company] contributes to the quality of life in Country |
| PVSCの質問文                     | is it decent?               | is it politically acceptable?                                     | is it useful?                                      | is it a positive experience?                            |

PVMJ: Public Value Map in Japanの略称であり、PVMの日本での実証実験を指す。

合することでパブリック（社会・世論）を仮想し、その評価を経済主体が社会に対して実質的に創出することができた成果、つまり公益の量と質であると定義する。調査では主に4つの質問がされる（表 3.2 を参照）。要は、4つの質問に対応した4つの要素・側面から Public Value は成りたっており、その総合点が Public Value と相成る。PVM の調査対象者は一般市民であるが、Public Value Scorecard(PVSC)との評価手法では経済主体内外のオピニオン・リーダーを対象にアンケート調査を行う。オピニオン・リーダーに該当するのは、役員、管理職、専門家などのエグゼクティブである。つまり、PVM は広く一般を対象とした公益評価手法であり、業界・産業横断的な経済主体の公益評価における分布状況を参照した比較評価を得意とする。PVSC は個別企業などを対象として、より詳細かつ個別対応可能な公益評価に特化した評価を得意とする。



また、PVM と PVSC の結果は互いに相関していることが既にわかっている<sup>16</sup>。いずれの手法にせよ、社外（一般市民もしくは社外のオピニオン・リーダー）の情報を取り込んでいることが特徴であり、経済主体を外側から評価するアプローチとなっている。

### 3.2. 公益と経済主体のトレードオフ関係は「個人の主観に立ち現れる」

Meynhardt は、経済主体が創出した公益という成果は社会の構成員である個人/市民がその価値を認知した瞬間に創造されていると定義すべきだと提唱する。この概念を基盤とするのがアウトサイド-インなアプローチであるが、では、何故 Meynhardt の提唱するアイデアは公益評価手法としての妥当性があると考えられるのだろうか。

Meynhardt のアウトサイド-インなアプローチを構築するアイデアについて詳細に論じていく。Meynhardt はこのアイデアや方法論が成り立つのは以下の4つの前提を踏まえた場合であると説明する (Meynhardt & Bärö, 2019)。

1. 価値は関係性の中で存在しており;
2. パブリックとは個人の心の中に形成されており;
3. Public Value は Human Basic Needs に基づくことを認め;
4. Public Value は、その供給をコントロールできるものではなく、その存在が認識・知覚されている場合に生じる価値のことを指すと定義し、同時に PV は供給可能な資産に相対的な概念である。<sup>17)</sup>

1つ目から3つ目の前提条件について、Meynhardt(2015)は、「人間のニーズに基づいて、評価対象（この場合、組織や製品など）とパブリックを意味した社会との関係に対する個人（評価回答者）の評価が肯定的である場合、それらのニーズは満たされ、公益生み出されていると考えられる<sup>18)</sup>」と説明している。まず、公益とは本質的に主観的なものであり、常に広義のステークホルダーの目の中にあると解釈することができる。また同時に、公益に対する個人の主観的評価はパブリック（社会/公共/公衆）に属する一人の構成員としての関係性に影響されており、従って、個人の主観にはパブリックな視点が反映されているから、ひいては個人の主観的評価を総合することはパブリックを代表した評価を代替すると考えることができると考えられる。

この考え方を詳細に論述する。公益に対する個人の評価は、常に主観的な理解と社会に属する個人としての関係性を踏まえた客観的な理解という両側面が内包されている。このことは一般的に「間主観性の哲学」として認識されて、つまり、主観性に立脚するが、個人同士が相互作用することで、市民社会の中に客観的かつ普遍的に把握可能な公益性に関する観念が生じると考えている。従って、公益との広範な概念を定量的に評価する手法として、Meynhardt はアウトサイド-インなアプローチ、すなわち個人の主観的評価を尋ねる。しかし、公益に対する個人の主観的評価は常に主観的

<sup>16</sup> 2020年1月22日（場所：HHL Leipzig Graduate School）に実施した Meynhardt 氏へのヒアリングに基づく。PVSC が個別企業に対するプロジェクトであるから論文としては公開されていない。

<sup>17</sup> 原文: "1. Value exists in relationships; 2. The public is inside; 3. Public value is grounded in basic needs; 4. Public value creation is perceived, not delivered, and thus relative. "

<sup>18</sup> 原文: "Hence, if on the basis of human needs, an individual's evaluation of the relationship between an object (e.g. an organization or product) and a group in public, is positive, those needs are fulfilled and public value is created" (Meynhardt, 2015)

かつ客観的な理解を反映しているから、これら両側面を内包することで、公益を普遍的な概念として把握すること可能とし、また、客観的かつ定量的な評価としての妥当性を持ち合わせることができる。行動心理学を専門とする Meynhardt は、この妥当性についても因子分析を通じて詳細に分析を行っている<sup>19</sup>。そして、個人に対して人間の根源的ニーズに基づく問いを投げかけた場合の回答が肯定的である場合、それらのニーズは満たされており、すなわち公益が生じていると考えられる。

4つ目の前提条件を説明する。特に、原文に対して筆者が翻訳文として追加した解釈の部分を説明する。公益は生じる価値であり、供給可能な、もしくは供給をコントロールできるような概念ではないと考えられる。Meynhardt (2009) が説明しているように、例えばある経済主体がたとえどんなに有益な CSR 活動をしても、それが対象に認知されていない場合は価値が生まれているとは言えない<sup>20</sup>。つまり、CSR 活動のコストといった供給量をコントロールできるような概念では公益は説明ができない。言い換えれば、公益と CSR 活動におけるコストはトレードオフ関係が成立しない。しかし、個人の主観に対して「その事業体の経済活動（もしくは CSR 活動）を通じて、あなたのニーズは満たされましたか?」、あるいはより単純に「What makes X valuable to society? 」と尋ね、その回答を集計し具体化された価値の量は経済主体の活動、例えば、経済活動や CSR 活動を網羅した企業の活動などが創出した公益の成果に相当する資産として代替しうる。

以上の4つの前提条件を踏まえ、Meynhardt の Public Value を構築するアイデアとは、一言で「Public Value は個人の主観（ひいてはパブリック）に立ち現れる<sup>21</sup>」と説明することができる。つまり、公益の評価は常に広義のステークホルダーの目の中にあると解釈<sup>22</sup>することができる。

従って、Meynhardt の Public Value では、つまりアウトサイド-インなアプローチでは、公益と経済主体のトレードオフ関係を具体化するために「個人の主観に立ち現れる」価値の総量を測定・評価し、公益もしくは公益の成果として定義する。

Meynhardt が展開する評価手法、並びにそれを裏付ける論理性が強固であるといえるのは、それらが主観的な論理ではなく行動心理学に基づいた理論を基盤としていることにある。Meynhardt(2011)は、公益性という広範な概念に対して、個人が受益し経験する主観的な認識レベルと公益性との関係メカニズムを明らかにしている。結果、パブリックという概念が個人の主観レベルで存在していることを行動心理学の観点から立証した。このことは、心理学の了見から鑑みれば、社会における公益性とは個人の主観的な認識レベルに立ち現れる肯定的な経験の集約に相当し、それを尋ねるこ

<sup>19</sup> 分析に関する詳細な情報については (Meynhardt & Bartholomes, (De)Composing Public Value: In Search of Basic Dimensions and Common Ground, 2011)を参照されたし。

<sup>20</sup> 原文：“Organizations cannot simply ‘create’ value, as value has to be appreciated by the public; it is only perceived, never just delivered.”

<sup>21</sup> 原文：“Public Value is… ‘drawn’ from the experience of the public.” (Meynhardt, 2009)

<sup>22</sup> Meynhardt(2019)は下記のように説明している。“Meynhardt (2009) describes public value as a subjective emotional-motivational assessment related to a concept of the public that is grounded in individuals’ representations and interpretations. Notably, public value is subjective in nature and always lies in the eye of the beholder, which makes it a non-normative paradigm.”



とで公益性を評価できることを支持する証拠となっている。加えて、尋ねるべき質問には、Epstein(1993・2003)が開発した「Human Basic Needs<sup>23</sup>」との理論を据えている点も論理の強固性として評価できる。これらの論理を背景に、Meynhardt(2011)は、Public Value においてパブリックは受け身な主体というより、積極的な Public Value の支持者であり利害関係者であり、従って、現実社会での Public Value の評価（具体化・可視化）においては人々にとって重要な価値に焦点が当てられるべきだ<sup>24</sup>と述べている。

Bilolo(2018)がインサイド-アウトなアプローチを「もっともらしい」と批判していたのに対して、また、Jensen が「株主価値最大化の場合はモニタリングの主役が株主（およびその代理人としての取締役会）であることが明確であるのに対し、多くのステークホルダー論者は、経営者が「ステークホルダーの利益を適切にバランスさせて全体のパイを最大化しているか」を誰が判断すべきかについても、曖昧な態度を取っている（田村, 2020）と広義のステークホルダーとのトレードオフ関係が不明瞭の場合の課題を提示していたのに対して、アウトサイド-インなアプローチが提示する「公益は個人の主観（ひいてはパブリック）に立ち現れる」という定義は明確かつ真正面からトレードオフ関係を説明していると論じることができる。つまり、個人の主観が「満たされていない」と回答した場合、その経済主体の広義のステークホルダーに対する公益の創出は不十分であり、一方で、「満たされている」と回答した場合、公益を創出できていると考えられるのだ。

ここで結論づけたいのは、Public Value の評価指標自体の有効性・実用性・信頼性に関する問題点はさておき、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を明確に具体化する手法として、アウトサイド-インなアプローチのアイデアは妥当性があることだ。従って、広義のステークホルダーの概念の具体化という課題、つまりは、公益と経済主体のトレードオフ関係を具体化できる手法は Meynhardt が提唱する Public Value 理論がそれに相当する。

### 3.3. PVM の方法論と評価手法

本節では、引き続きアウトサイド-インな指標の妥当性を明らかとするために、実際のアウトサイド-インな公益評価指標をもとについて論じていく。第3.2節では、アウトサイド-インなアプローチの理論面に焦点を当て概念的な妥当性を論じてきたが、それらの説明では不足していると考えられる部分、特に方法論と評価・判断の方法について論じる。従って本節は、どの様に公益を算出し、それらを誰がどの様に判断できるのか、との問いに対する回答を示す内容となっている。

<sup>23</sup> 「Human Basic Needs」：個人の欲求を満たす肯定的な経験が自己実現な域を超えて社会の中での特定の役割を期待されているという関係性を重視した上で個人の価値観は構成されている、との行動心理学での概念をフレームワークとして具体化したもの（Meynhardt Bartholomes, (De)Composing Public Value: In Search of Basic Dimensions and Common Ground, 2011）

<sup>24</sup> 原文：“We therefore seek to provide data that help develop propositions about actual PV creation. The previous sections provided us with the following ideas: Grounding PV in perceptions implies a behavioral approach, which holds that PV responds to wider human needs and requires people as co-creators. In order to matter in real-life contexts, PV needs to matter for people, who must base their behavior on perception and judgment as they make sense of facts and construct reality. They are not passive recipients, but are active PV constituencies and stakeholders”（Meynhardt Bartholomes, (De)Composing Public Value: In Search of Basic Dimensions and Common Ground, 2011）

## PVMの方法論：どのようにして公益を算出するのか

PVMは、一般市民/個人に対してアンケートを行うことで可視化させた個々の主観的価値を総合し、その事業体を実質的に創出できていると考えられる公益性を評価する。そして、この結果をPublic Valueと称し、Public Valueはその事業体が創出した公益的な成果に相当する資本量だと定義する。実際のアンケートでは表3.2で示した4つの質問<sup>25</sup>にもう1つを加えて、計5問を調査対象とし事業体ごとに尋ねる。回答はリカート形式(1から6点)を採用し、「全くそう思わない:1点」から「そう思う:6点」で選択肢を用意する。日本で実証実験を実施したPVMをPublic Value Map in Japan (PVMJ)と称する。

表3.3では、実際にPVMJにて採用した質問文とそれらが対応する価値を示している。PV1~PV4までの4つの質問の合計を平均した点数が「公益の総量」でありPublic Valueとしての最終的な結果となる(コード:PVMJ)。そして、この平均された点数がPublic Valueの総評として、個々の主観的価値の総合評価として妥当であるかを追加する一つの質問で確かめる。5つ目の質問は「あなたの視点から見て、[その事業体]は継続的に『公益』に寄与できていると思う<sup>26</sup>」であり、これはいわば総合的な評価を尋ねる質問として設計されている(コード:PV5)。このPV5の結果と総合評価としての4つの要素の平均点(PVMJ)が乖離していないかを確認する。どの程度の乖離までを妥当とするかに具体的な基準値は設けられていないため、全体的な比較のもとで判断を行う。結果が乖離していた場合、回答者のその事業体に対する公益への総合的評価に対して、4つの要素の内のいずれかが特に乖離している可能性がある。この原因が一時的なものである場合、例えば、その事業体にとって悪影響を及ぼすトラブル・事件などがそのアンケート実施時期と整合している場合は、それを注記として加筆するなどの対応が時系列での比較をする場合に有効な手段となる。

評価要件としてMeynhardtは、2つの条件を提示する。事業体1社あたりのPublic

表3.3) Public Value Map in Japanにて採用した質問とする対応する価値

[出典] (Meynhardt, Gomez, Schweizer, 2014) を参考にPVMJプロジェクト・チームが作成

| コード  | 質問文                                    | 明らかになる価値の属性    |
|------|--|----------------|
| PVMJ | (PV1-4の平均点)                            | (その事業体のPVMスコア) |
| PV1  | [その事業体]は、道徳的に問題がないと思う                  | 道徳性・倫理性        |
| PV2  | [その事業体]は、社会の連帯感に寄与できていると思う             | 社会性・民主性        |
| PV3  | [その事業体]は、きちんといい仕事をしていると思う              | 功利性・経済性        |
| PV4  | [その事業体]は、人々の個人的な欲求を満たしていると思う           | 利便性・欲求満足度      |
| PV5  | あなたの視点から見て、[その事業体]は継続的に『公益』に寄与できていると思う | (総合的評価)        |

<sup>25</sup> 表3.2の「PVMJにて採用した質問文」を参照された。

<sup>26</sup> 原文: "From my point of view [Company] contributes to the public value in a sustainable way". (Meynhardt氏とのヒアリング(2020年7月8日、オンライン会議)にて提供された資料より)



Value の算出に必要な最低サンプルサイズは 200<sup>27</sup>。そして、回答者がその事業体の事  
をある程度知っている必要がある。この「ある程度知っている」との基準については、  
例えば (Meynhardt & Jasinenko, 2020) においては「about Company A, how familiar they  
are with you?」との質問を同じリカート形式で尋ね、4 点以上を有効回答とすることも  
可能としている。

また、今回の実証実験に限っては PVM から質問文を日本語に翻訳する作業を経た  
中で意図した結果を得られているかを検証する必要がある。今回は、事前にプレテス  
ト（調査事業体数 5 社、1 社あたりのサンプルサイズ 300）を行い、ドイツで行われ  
た PVM（2019 年度）の結果を元に Meynhardt の研究チームと比較検証を行った。結  
果は、問題のない水準で同様の方法論を再現できているとの認証を受けた<sup>28</sup>。

### PVM 評価・判断の方法：誰がどの様に判断できるのか

基本的な PVM の結果を活用した評価方法とは、PVM における全事業体の平均点  
に対する個々の事業体の PVM を分布で見て、その事業体の Public Value が高いか低  
いかを判断する。

例えば、業種や産業ごとに事業体を層化し、その中でのランキング付けも可能であ  
る。これは、事業体の事業形態などのダミー変数と PVM スコアを軸に比較を行う場  
合であり、単純な分布状況に基づくランキングを見て相場水準を設定する方法である。  
もしくは、事業規模別にランキング付けも可能である。これは、事業体の財務データ  
などの定量データを変数に PVM スコアとの分布状況を明らかにする方法である。規  
模（売上高、従業員数）や財務パフォーマンスなどの投下資本に対する成果としての  
Public Value を比較でき、いわゆる費用対効果を明らかにすることができる。何れにせ  
よ、平均点に対してどの程度高ければ優れているかなどの具体的な評価基準は、分布  
状況を参照し、標準偏差や分散などの基本統計量を元に評価することになる。ここ  
で明記しておくべきは、PVM のように公益性を定量化し業種などの区分を超えた横断  
的な比較分析はインサイド-アウトなアプローチにはできないことだ。公益性評価指  
標の有効性・実用性を満たすためには上記のような分析手法の適用が不可欠となるが、  
それを可能とするのはアウトサイド-インなアプローチの最大の特徴である。この点  
については第 5.1 節にて詳細に論じる。

全 PVM スコアの平均との比較以外では、PVM の 4 つの要素を比較することでど  
のような属性の公益的活動が不足しているかを知ることができる。

アウトサイド-インなアプローチは広義のステークホルダーと経済主体のトレード  
オフ関係の具体化に対して真正面から評価を行うことで、包括的かつ総合的に公益性  
を評価することを可能としている。一方で、この評価指標は企業戦略との関連におい  
ては間接的かつ総合的な結びつきが強いと考えられ、その点ではエーザイの事例（図

<sup>27</sup> 200 との最低サンプルサイズは [Meynhardt, 2014] で実施された因子分析を元に算出されており、しかし論  
文内では明記されていない。実際には、Meynhardt 氏とのヒアリング（2020 年 7 月 8 日、オンライン会議）に  
て明らかとなった。

<sup>28</sup> 2020 年 10 月 28 日に実施された Meynhardt 氏との意見交換にて。

2.3 を参照) のようなインサイド-アウトなアプローチに基づく考察のほうが戦略との直接的な関連性は強い。なぜなら、内山(2015)が定義するように(図 2.1 を参照) 経済価値を目的に据える企業戦略に対して社会価値は外部ステークホルダーとの関連性の中に生じており、物理的な関連性が弱いからだ。そこで、アウトサイド-インなアプローチでは公益性との広範な概念に対する成果を Human Basic Needs に基づいた 4 つの要素から PVM として可視化させる。これは紛れもない公益に対する実績値である。そして実務における活用事例としては、例えば今後の ESG 活動などにおいて、どのような方針を掲げるべきかとの議題に対して PVM の 4 つの要素の中で点数が低い、すなわち不足している部分を充足していく事を目標として掲げられるだろう。従って、PVM はどのような属性の公益的活動が不足しているか、との問いに対する気づきを与える効果がある。

また、回答者に対して追加的に「公益・社会価値・社会的便益」といった概念そのものへの回答者の価値観を尋ねることで、それらの結果を変数に加え PVM の評価ができる。この変数の必要性としては、やはり公益などの概念が抽象的であることを前提に、これらの概念に対する回答者の個々の理解度や価値観がどの程度結果を左右させるのかを把握しておくことは重要であると考えられるからだ。要は結果の「普遍性」や「検証可能性」といった基準に対する妥当性を検証する術を特定の質問項目において準備することができる。

PVMJ で実施した公益そのものの概念に対する回答者の価値観を尋ねる質問は表 3.4 の通りである。これらの質問を PVM とは区別し「PV&Me」と呼称する。回答形式は PVM 同様にリカート形式(1点から6点)を採用する。1つ目の質問は価値観を尋ねるものではなく、回答者の回答の精度を判断するために「PVM への理解度」を問い、参考にする場合に活用する。その他 5 つの質問は、それぞれの質問に対応する価値観<sup>29</sup>が存在しており、それを可視化させるための質問となっている。

Meynhardt ら(2020)は、これらそれぞれの価値観に対する質問の結果を相関分析することで PVM の妥当性を検証している。基本的に、PV&Me を高く評価する回答者は PVM を高く回答する傾向があると考えられ、つまりは相関していると考えられる。従って、PVM スコアと PV&Me スコアの相関性が高い場合、PVM スコアは意図した結果を示していると妥当性を検証できる。また、PV&Me の回答を回答者の属性データと捉え、PVM の分布を評価することもできる。例えば、PV&Me の質問 4 番において高い点数(4点もしくは5点以上)を回答した回答者の層と、低い点数(2点もしくは3点以下)を回答した層を区分し、それぞれの PVM との相関係数を比較することで考察することができる。PV&Me の質問 4 番を高く評価する回答者は収入が少なくなることより公益を重視する会社で働くことを重視しているから、この層は売上規模の小さい企業の公益性を売上規模の大きな企業と同様かそれ以上に評価している可能性を指摘でき、PVM・PV&Me・売上規模の変数などを相関分析することでこの仮説を検証することができる。総じて PV&Me スコアは、基本的には調査結果の妥当

<sup>29</sup> [Meynhardt Jasinenko, 2020]を参照。加えてヒアリングでも確認(2020年10月28日)。



性を検証することに活用できる。

### PVMJ の概要

PVMJ では計 102 社（民間企業：86 社、公共セクター(非営利、行政組織、第三セクターなど)：16 社) を対象に、1 社あたり 500 のサンプルサイズを集計した。サーベイ調査会社を活用し、この調査は研究機関による中立的なものであり、またアンケートに登場する事業者らとは一切の関係を持たないことを明記するなど、第三者としての中立性に強く配慮した。全 102 社を回答者一人あたり 6 社のみを回答できるようにサーベイを設計した。従って、計 17 パターンそれぞれに対して 500 名の回答者が該当するように調整をしたから、最終的には計 8,500<sup>30)</sup> の回答者数のデータから構成されている。回答者あたりの回答にかかった時間は中央値で 5 分程度であった。

属性データは全部で 7 つある。その中でも基本的な属性データとしては、性別、年齢（分析時には年代で区分）、在住都道府県（分析時には東日本・西日本で区分）の 3 つがある。追加的に集めた属性データには、最終学籍、労働スタイル（フルタイム、パートタイム、学生、主夫・主婦、無職など）、働く組織の従業員規模、最も頻繁に活用するニュースメディアがある。性別、年齢、在住都道府県<sup>31)</sup> は我が国の人口に対する実績比を反映させた。つまり、1 社あたりの 500 サンプルの中に男女比、年代別人口比、東日本在住対西日本在住の人口比の 3 つを反映させている。

102 社の事業者の選出方法については、公共セクターの 16 社は調査設計者の主観に基づき知名度が高いものを選出した。また、公共セクターの一部と、民間企業の 10 社程度はドイツでの PVM の実績値との直接的な比較を行うために同じ事業者を選出している。残りの民間企業については、40 社は『JNN データバンク No.76 ライフスタイル・リサーチ・ファイル (2019 年 11 月調査)』より「好感を持っている企業」を

表 3.4) PVMJ で追加的に尋ねた「PV&Me」の質問と価値観の対応表

〔出典〕(Meynhardt Jasinenko, 2020)、Meynhardt より提供された資料を参考に筆者が作成

| コード    | PVMJで追加的に尋ねた質問文   | 明らかになる価値の属性            |
|--------|---|------------------------|
| PV&Me1 | 翻訳文 「公益」とはどのようなものが具体的にイメージができる。<br>原文 I have a clear idea of what Public Value means  | Level of Understanding |
| PV&Me2 | 日本では、「公益」があまり考慮されていないと危惧している。<br>I am concerned that Public Value is not given enough attention in Germany                            | Satisfaction           |
| PV&Me3 | 私は「公益」に貢献できていると思う。<br>I can contribute to the Public Value through my behaviour   | Loyalty                |
| PV&Me4 | たとえ収入が少なくとも「公益」を重視している組織で働きたいと思う。<br>I prefer to work in an organization that promotes the Public Value, even if I would earn less    | Trust                  |
| PV&Me5 | 「公益」を促進する商品やサービスに対して、通常よりも高い値段を払ってもいいと思っている。<br>Would you be prepared to pay a higher price for products and services of Public Value | Willingness-to-pay     |
| PV&Me6 | 「公益」に損害をもたらすような組織や事業は罰すべきと考える。<br>Organizations that harm the Public Value should be punished   | Consumption Frequency  |
|        | Meynhardt提供資料より   | (Meynhardt, 2020)を参考   |

<sup>30)</sup> 8,500 の有効なデータを集計するために、実際には 9,000 を上回るデータを集計し、ランダムに抽出した。

<sup>31)</sup> 在住都道府県については「東日本」「西日本」との大きな 2 区分で分析を実施することとしており、従って、各都道府県ごとの人口比ではなく、東対西の人口比に比例させている。(東日本に含めた都道府県：北海道、青森、岩手、宮城、秋田、山形、福島、茨城、栃木、群馬、山梨、東京、千葉、埼玉、神奈川、新潟、富山、石川、福井、長野)

参照し、好感度スコアが算出されている企業群から選出した<sup>32</sup>。また、好感度スコアを有する40社に加えて20社程度、計60社程度の民間企業は、『東洋経済 CSR 調査(2020年版)<sup>33</sup>』より「CSR企業 ランキングデータ」を参照して選出した。「CSR企業 ランキングデータ」ではCSRとの用語を採用しているが、記事として公開されている当該データについては「ESGに優れた企業ランキング」としてESGとの用語が採用されている(東洋経済オンライン, 2020)。当該データは、CSRランキングデータとは銘打つものの、中身としては「人材活用、環境、企業統治、社会性、財務パフォーマンス、規模」などの多岐にわたるスコアリングを総合してCSRスコアと称しており、これは実質的には(東洋経済オンライン, 2020)が示すようにESGスコアに同義であると考えられる。そこで、本稿では当該データをESGスコアとして扱う。従って、民間企業の内、40社は好感度スコアを有しており、60社程度はESGスコアを有している。これら全102社を、回答者一人あたり6社(計17パターン)のみを回答できるようにサーベイを設計した。回答にかかった時間は中央値で5分程度であった。

#### 4. アウトサイド-インな指標の有効性

公益性は経済外部性の一部であるから一般的には無視されてしまう価値である。そこで、公益への配慮が企業の競争力に関連してくためには社会的な訴求力、もしくは社会的な影響力をアウトサイド-インな指標が備えている必要がある。つまり、アウトサイド-インな指標が提示する結果が社会に与えるインパクトが大きいことの可能性を示す必要がある。ここでいう可能性とは、アウトサイド-インな指標(PVM)が明らかにする事実に価値があるかどうかである。要は、既存指標よりPVMが価値のある情報を提供できること、優れている点を証明することが重要となる。

そこで本節では、PVMJの結果をもとに既存指標らとの分析を行い、PVMという指標がもつ価値を示し、またその可能性を明らかにしていく。この分析を通じて、アウトサイド-インな指標が広義のステークホルダーによるモニタリング強化に資するパフォーマンス指標としての有効性があることを証明する。

##### 4.1. 日本でのPVMの実証実験に基づく記述統計

#### PVMJの結果が設計の意図に準じているとの妥当性を検証

PVMの日本での実証実験は初めてである。従ってこの分析では、まずPVMの設計が意図した結果からPVMJが乖離していないことを確認する。具体的には、PVMの結果の妥当性を検証するための規定の手法による確認と、ドイツでの先行研究の結果との比較によって行う。

<sup>32</sup> 好感度ランキングについては、[最新版「好感度が高い企業」300社ランキング, 2020]を参照されたし。

<sup>33</sup> 2020年4月より販売、財務データは2019年3月期までを参照。



表 4.1) PVMJ と PVMG に共通する質問とスコアの相関係数

[出典] PVMG スコアは Meynhardt 氏より提供 (2020 年 12 月 24 日)

| 順位相関係数 (rs) | PV5    | PV&Me1 | PV&Me2 | PV&Me3 | PV&Me4 | PV&Me5 | PV&Me6 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PVMJ        | 0.6532 | 0.3946 | 0.2652 | 0.1480 | 0.2581 | 0.2362 | 0.2334 |
| PVMG        | 0.660  | 0.113  | 0.031  | 0.006  | 0.144  | 0.122  | -      |

注) 相関係数は Spearman の順位相関係数に基づき算出。

表 4.1 では、PVMJ と Public Value Map in Germany (PVMG) の結果に対する他の変数との相関係数を提示する。この相関係数における傾向が PVMJ と PVMG とで近似している場合、PVMG と似た結果が PVMJ でも集計されたと考えられ、PVMJ の結果は PVM の設計が意図した結果から乖離していないと予測できる。

まず、PV5 とは、表 3.3 にて示したように総合的評価を意図した質問に対する結果であり、この PV5 の結果と PV1-4 までの平均である PVMJ スコアが乖離していない場合、その実証実験における PVMJ スコアは設計の意図どおりであるといえる。従って、PV5 と PVMJ スコアの相関が強い場合、PVMJ の結果は妥当であるといえる。相関係数は  $r=0.6532$  であり、強い正の相関であることがわかった。従って、PV5 と PVMJ スコアの相関が強いことから、今回の PVMJ の結果は妥当であると予測できる。また、この結果は PV1-4 のそれぞれと PV5 との相関係数よりも相関が多少強いことから、PV5 と PVMJ スコアの 2 つの変数の相関は設計通りに最も関連しているともいえる。

次に、PV&Me1-6 (表 3.3 を参照) についても PVMJ、PVMG とともに結果が出ているからそれらの相関係数の比較も行った。PV&Me は回答者の「公益」に対する価値観を尋ねる質問となっており、要は日独間の回答者の公益に対する価値観とそれに相応する PVM の結果の相関性を見た分析となっている。結果としては、いずれも高い相関性を示すデータはなかった。従って、そもそも相関性が小さい変数であるから国際比較に基づく何らかの示唆をこの分析からは得られにくいと考えられるものの、総じて日独間の価値観の相関性が強くないことの可能性が考えられる。

続いて、表 4.2 では、回答者の回答傾向を PVMJ と PVMG とで比較している。特に PVM は設計上、各事業体に対する抽象的な評価を答えなければならず、回答者が判断に迷い均衡点(中央値付近)を回答するような可能性が考えられる。そこで、PVMJ と PVMG における回答者の回答傾向を定量化する一つの方法として、低い点数・均衡点・高い点数の区分に相当する点数を回答した回答者数を比率で提示している。

結果を見ると、PVMJ と PVMG において、おおよそ同様な回答傾向を確認できる。低い点数への回答者は少なく、均衡点に多くの票が集まっている。また、高い点数への回答者も多く、全体的に高めの点数を回答する傾向を確認できた。つまり、日本人はドイツ人に比較して各事業体に対する評価傾向が均衡点に寄り過ぎているといっ

表 4.2) PVMJ と PVMG における回答者の回答傾向

[出典] PVMG スコアは Meynhardt 氏より提供 (2020 年 12 月 24 日)

|      |     | 低い点数<br>1-2点<br>比率 (回答数/全体数) | 均衡点<br>3点 | 4点    | 高い点数<br>5-6点 |       |
|------|-----|------------------------------|-----------|-------|--------------|-------|
| PVMJ | PV1 |                              | 6.8%      | 19.5% | 33.9%        | 39.8% |
|      | PV2 |                              | 6.2%      | 21.3% | 37.3%        | 35.1% |
|      | PV3 |                              | 6.0%      | 19.7% | 36.8%        | 37.5% |
|      | PV4 |                              | 6.3%      | 20.7% | 37.4%        | 35.6% |
| PVMG | PV1 |                              | 4.7%      | 28.0% | 42.1%        | 22.0% |
|      | PV2 |                              | 15.0%     | 36.1% | 31.9%        | 12.4% |
|      | PV3 |                              | 1.5%      | 13.8% | 41.6%        | 39.2% |
|      | PV4 |                              | 4.5%      | 23.7% | 42.2%        | 26.0% |

た傾向は見られない。従って、オリジナル (PVMG) と共通した回答形式 (1~6 点のリカート形式) を採用したことの問題点はあまり見られない。

これまでの分析を踏まえると、ドイツで開発された PVM を日本に導入したことによって、PVM の設計が意図した結果から PVMJ の結果が乖離していることが懸念されたが、この点については大きな問題は見られない。Meynhardt いわく、そもそも PVM における 4 つの質問は Human Basic Needs に則っており、すなわち人間の基礎的な欲求・ニーズが日独といった国際関係間においても大きく異るとは考えにくく、行動心理学を背景とした PVM の方法論に国境はないとコメントをしている<sup>34</sup>。今回の日独比較により、この意見を支持する証左を提示できたとともに、PVM の質問文を日本語に解釈・翻訳したプロセスにも大きな間違いはなかったと考えられる。総じて、PVMJ の結果は妥当であると考えられる。

### PVM のプレファレンス (特徴と傾向) の明示

この分析では、PVMJ の結果を様々な形式で提示し、また既存指標らとの相関性を見ることで、PVM がどの様な価値を体現した指標であるかを明らかにする。分析を通じて、PVMJ の基本的な特徴と傾向を把握することが目的である。具体的には、PVMJ スコアに対する、公共性・その他指標との近似性・分布状況・属性データを踏まえた傾向などを明らかにする。

まずは PVMJ における官民比較を行う。表 4.3 では、民間企業を始めとする民間系の事業体における PVMJ スコアの平均、同じく公共系の事業体における PVMJ スコアの平均、そして、事業体を業種別でランキングした結果を提示する<sup>35</sup>。

<sup>34</sup> Meynhardt へのヒアリングに基づく (2020 年 10 月 28 日)。

<sup>35</sup> 業種別ランキングにおける、業種の公共セクター・行政組織・非営利組織・スポーツチーム以外の業種区分については四季報オンラインを参照した。また、一つの業種区分には複数の事業体を含む場合から 1 社のみの場合まで幅があることは注意点である。



結果として、公共の PVMJ スコアが高いことがわかる。同様の結果が、PVMJ スコアだけでなく、PV1-4 までの全てに見られた。従って、公共の PVMJ スコアは民間に対して高いといえる。またそれぞれの実際値を見ると、PV1 と PV2 はそれぞれ道徳性と社会性を代表した問いであるから、この2つにおいて公共のほうはポイントが高いことは納得がいく。同様に、PV4 は利便性や個人的欲求を満たす要素を代表しており、この点において公共が民間よりポイントが小さいことも納得できる。この分析に基づき、PVM のプレファレンスとして公共性の高い事業主体を高く評価する傾向を確認できた。正確には、PVM は事業形態の違い（公共と民間）というバイアスを排除して評価しているのではなく、その事業体の全ての性質を反映した上での評価を行っており、つまり、全ての違いを網羅・内包した上での実績値を相対比較できるアプローチであることが特徴である。事業体ごとの様々な性質は、例えば公共的事業体においては道徳性と社会性（PV1 と PV2）が高く、経済性と利便性（PV3 と PV4）が低い、と

表 4.3) PVMJ における官民比較と業種別ランキング

[出典] 表中に記載

| 官民比較     |                        | PVMJ     | PV1   | PV2   | PV3   | PV4    |       |
|----------|------------------------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|
|          | 民間                     | 4.148    | 4.187 | 4.087 | 4.149 | 4.169  |       |
|          | 公共                     | 4.347    | 4.504 | 4.434 | 4.431 | 4.019  |       |
|          | 公共 (-) 民間              | 0.199    | 0.317 | 0.347 | 0.281 | -0.150 |       |
| 業種別ランキング |                        | 業種別β値*** | PVMJ  | PV1   | PV2   | PV3    | PV4   |
| 1        | 公共セクター*                | -        | 4.431 | 4.611 | 4.500 | 4.524  | 4.092 |
| 2        | 行政組織**                 | -        | 4.402 | 4.544 | 4.557 | 4.481  | 4.028 |
| 3        | 医薬品                    | 0.90     | 4.336 | 4.492 | 4.230 | 4.370  | 4.250 |
| 4        | 陸運                     | 0.80     | 4.314 | 4.299 | 4.310 | 4.362  | 4.284 |
| 5        | 化学                     | 1.05     | 4.304 | 4.422 | 4.202 | 4.323  | 4.267 |
| 6        | 食料品                    | 0.70     | 4.296 | 4.374 | 4.174 | 4.307  | 4.329 |
| 7        | 小売                     | 0.76     | 4.263 | 4.312 | 4.182 | 4.249  | 4.308 |
| 8        | コンピュータソフトウェア<br>及び関連商品 | -        | 4.236 | 4.146 | 4.242 | 4.292  | 4.262 |
| 9        | 空運                     | 0.67     | 4.232 | 4.245 | 4.169 | 4.311  | 4.201 |
| 10       | その他製品                  | 1.00     | 4.198 | 4.263 | 4.108 | 4.222  | 4.199 |
| 11       | 鉄鋼                     | 1.13     | 4.174 | 4.250 | 4.144 | 4.268  | 4.032 |
| 12       | 非営利組織                  | -        | 4.159 | 4.416 | 4.288 | 4.240  | 3.692 |
| 13       | 電気ガス                   | 0.75     | 4.157 | 4.268 | 4.128 | 4.176  | 4.054 |
| 14       | 輸送機器                   | 1.10     | 4.113 | 4.181 | 4.038 | 4.118  | 4.114 |
| 15       | 銀行                     | 1.12     | 4.099 | 4.284 | 4.132 | 4.084  | 3.896 |
| 16       | 繊維製品                   | 0.94     | 4.082 | 4.214 | 3.988 | 4.162  | 3.962 |
| 17       | サービス                   | 0.91     | 4.065 | 4.083 | 4.073 | 4.093  | 4.012 |
| 18       | 電気機器                   | 1.15     | 4.037 | 4.104 | 3.966 | 4.078  | 3.999 |
| 19       | スポーツチーム                | -        | 4.035 | 4.042 | 4.070 | 3.994  | 4.035 |
| 20       | 情報通信                   | 0.85     | 3.892 | 3.904 | 3.876 | 3.868  | 3.921 |
| 21       | インターネット                | -        | 3.869 | 3.664 | 3.864 | 3.781  | 4.167 |
| 22       | 建設                     | 0.91     | 3.674 | 3.742 | 3.634 | 3.654  | 3.664 |
| 23       | 機械                     | 1.22     | 3.525 | 3.540 | 3.384 | 3.442  | 3.732 |

公共セクター\* : (あなたの地域の)幼稚園・保育園、小学校、病院等、郵便局、ローカルバス、ローカル鉄道などを含む

行政組織\*\* : 警察、消防、(あなたの地域の)地方自治体などを含む

業種別β値\*\*\* : 「日本株の低ベータ戦略」(三井住友DSアセットマネジメント 市川, 2019)を参照 (URL : <https://www.smam-jp.com/documents/www/market/ichikawa/irepo190529.pdf>)

いった形で PVM を構成する 4 つの要素に内包され、表現されている。

表 4.3 下部の業種別ランキングにおいては、公共セクター・行政組織・非営利組織・スポーツチームの 4 つが公共に属しており、それ以外が民間に属している。PV1-4 までのランキングにおけるスコアを順に見ていくと、公共の業種が得意とする要素について、また民間の業種によって得意な要素などを理解することができる。この業種別ランキングに併せて、マーケット（市場）のシステムティック・リスクを意味する  $\beta$  値を業種区分別に提示している。すべての業種に対する当該データを見つけることができなかつたが（85% = 17/20 民間業種）、PVMJ と業種別  $\beta$  値の相関係数は(-)0.4257 であり、弱い負の相関を示した。 $\beta$  値は 1.0 以上でリスクが大きいことを意味し、対して PVMJ スコアが高い場合には社会への貢献度が大きいことを意味する。従って、この 2 つの変数が負の相関関係にあることは、社会への貢献度が高い企業は、マーケットにおけるシステムティック・リスクが小さい企業である傾向が考えられる。この相関関係については、次項にて、企業ごとの  $\beta$  値との相関分析を行い、更に議論を補填する。

次に、属性に対する PVMJ の結果を提示する。表 4.4 では、属性データ別の PVMJ スコアを列挙する。また、それぞれの変数グループ内での平均値の差の検定を行い、結果を提示している。グループ変数「性別」には t 検定、「労働スタイル」はサンプルサイズが異なるため Welch の t 検定を採用した。その他 3 つのグループ変数は独立変数が 2 つ以上であるから、Bonferroni の多重比較検定を採用し、検定を行った。結果として、全てのグループ変数内にて統計的に有意な平均値の差が見られた。従って、変数間の実際の点数には大きな差は見られないが、統計的にそれら回答者の属性デー

表 4.4) 属性データ別の PVMJ スコア

|         | 性別                     |       | 労働スタイル                 |       | 職場の企業規模                |          |        |       |
|---------|------------------------|-------|------------------------|-------|------------------------|----------|--------|-------|
|         | 男                      | 女     | フルタイム                  | その他   | 100名以下                 | 101-500名 | 500名以上 |       |
| PVMJ    |                        | 4.052 | 4.218                  | 4.096 | 4.181                  | 4.175    | 4.119  | 4.102 |
| PV1     |                        | 4.154 | 4.320                  | 4.208 | 4.271                  | 4.289    | 4.223  | 4.217 |
| PV2     |                        | 4.052 | 4.231                  | 4.098 | 4.193                  | 4.188    | 4.132  | 4.097 |
| PV3     |                        | 4.110 | 4.277                  | 4.155 | 4.239                  | 4.234    | 4.176  | 4.164 |
| PV4     |                        | 4.069 | 4.222                  | 4.111 | 4.185                  | 4.176    | 4.128  | 4.130 |
| 検定の結果   | (t=-9.483***, df=8498) |       | (t=-4.468***, df=8498) |       | (F (2, 5377) =4.252**) |          |        |       |
| サンプルサイズ | 250.0                  | 250.0 | 271.5                  | 228.5 | 126.8                  | 67.8     | 121.9  |       |

|         | 最終学歴                    |       |       | 年代     |        |        |        |        |                         |
|---------|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|
|         | 大学                      | 大学院   | その他   | 20-29歳 | 30-39歳 | 40-49歳 | 50-59歳 | 60-69歳 |                         |
| PVMJ    |                         | 4.097 | 4.071 | 4.162  | 4.170  | 4.051  | 4.135  | 4.164  | 4.154                   |
| PV1     |                         | 4.187 | 4.148 | 4.272  | 4.224  | 4.147  | 4.238  | 4.289  | 4.271                   |
| PV2     |                         | 4.079 | 3.992 | 4.188  | 4.146  | 4.041  | 4.144  | 4.179  | 4.184                   |
| PV3     |                         | 4.157 | 4.127 | 4.220  | 4.214  | 4.109  | 4.195  | 4.236  | 4.207                   |
| PV4     |                         | 4.137 | 4.156 | 4.149  | 4.193  | 4.073  | 4.156  | 4.164  | 4.142                   |
| 検定の結果   | (F (2, 8497) =7.902***) |       |       |        |        |        |        |        | (F (4, 8495) =5.875***) |
| サンプルサイズ | 179.0                   | 19.1  | 301.9 | 77.9   | 91.2   | 118.9  | 108.9  | 103.0  |                         |

注) \*\*\*, \*\*, \*印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

サンプルサイズ：1事業体あたりの集計したサンプルサイズで表記

検定値の算出方法：分散の均一性が損なわれる場合(サンプルサイズが異なる場合)にはWelchのt検定、また、独立変数が2つ以上の場合はBonferroniの多重比較検定を採用し、結果を算出している。



タが PVMJ スコアに与える影響は大きいことが確認された。

最後に、PVMJ スコアが他の様々な変数に対してどのように相関しているかを検証する。表 4.5 では、PVMJ スコアに対して、好感度スコア、ESG スコア、 $\beta$  値、その他財務パフォーマンス指標らとの相関係数を提示している。

先行研究では ESG スコアと時価総額が相関していることが明らかとなっており、つまり ESG を強化している企業は時価総額も高くなる傾向が確認されている（加賀谷, 2017）。しかし、同時に ESG スコアは企業規模（売上高・従業員数）との相関性が高いことも確認されており、ひいては売上高の大きな企業は財務的な余裕が比較的あることで ESG 強化にも投資ができていた可能性があり、要は強い因果関係を見出すことが困難であると論じられている（加賀谷, 2017）。そこで、ESG スコア・時価総額・規模と PVMJ との相関性を明らかにし、先行研究との比較を行う。

結論を述べるならば、表 4.5 で示す結果によると、PVMJ は好感度スコアとの相関性が高い。一方で、その他の変数らとは強く相関していないことがわかる。まず、PVMJ と好感度スコアの相関性について論じる。好感度スコアは、一般市民に対して「[その事業体] について好感を持っていますか？<sup>36</sup>」と尋ね、好感を持つ回答者数を基準に点数化された指標である。このように、一般市民に対して尋ねることで価値を表現する手法をとっているから、好感度スコアは PVM と同じくアウトサイド・インなアプローチであると考えられる。従って、評価アプローチが近似していることから、PVMJ と好感度スコアは基本的には相関している可能性が高いと想定していた。結果は、相関係数が 0.6954 であり、仮説を支持する結果が得られた。同じく表 4.5 の下部にて好感度スコアと時価総額の相関係数 (0.4548) を提示しているが、それよりも強い相関

表 4.5) PVMJ と非財務情報・財務情報との相関係数

〔出典〕 表中に記載

|            | 好感度スコア | ESGスコア | 時価総額   | 従業員数   | 売上高      | 負債比率   | 売上高成長率    | 営業利益率   | ROE*    | 補正 $\beta$ 値 |          |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|-----------|---------|---------|--------------|----------|
|            |        |        |        | (連結)   | (2019年度) |        | (18~19年度) |         |         | (15~20年)     | (18~20年) |
| PVMJ       | 0.6954 | 0.3552 | 0.1035 | 0.2504 | 0.2583   | 0.1640 | 0.0050    | -0.1899 | -0.0421 | -0.1333      | -0.1765  |
| PV1        | 0.5344 | 0.2995 | 0.0661 | 0.1691 | 0.2093   | 0.0821 | -0.0197   | -0.1245 | 0.0194  | -0.1057      | -0.1318  |
| PV2        | 0.7318 | 0.4025 | 0.1518 | 0.3301 | 0.3186   | 0.2463 | -0.0123   | -0.2294 | -0.0672 | -0.1244      | -0.1802  |
| PV3        | 0.6644 | 0.3611 | 0.1156 | 0.2755 | 0.2633   | 0.1597 | 0.0267    | -0.1691 | -0.0055 | -0.0843      | -0.1292  |
| PV4        | 0.7776 | 0.3142 | 0.0698 | 0.1996 | 0.2120   | 0.1538 | 0.0241    | -0.2170 | -0.1156 | -0.2044      | -0.2459  |
| 変動係数**     | 0.7    | 0.3    | 1.9    | 1.7    | 1.9      | 0.4    | 2.8       | 1.4     | 0.9     | 0.2          | 0.2      |
| サンプルサイズ*** | 40.0   | 64.0   | 64.0   | 64.0   | 64.0     | 64.0   | 64.0      | 64.0    | 64.0    | 64.0         | 64.0     |

|        | 時価総額    | 従業員数   | 売上高      | 負債比率   | 売上高成長率    | 営業利益率   | ROE     | 補正 $\beta$ 値 | ESGスコア   |
|--------|---------|--------|----------|--------|-----------|---------|---------|--------------|----------|
|        | (2020年) |        | (2019年度) |        | (18~19年度) |         |         | (15~20年)     | (18~20年) |
| 好感度スコア | 0.4548  | 0.4600 | 0.4929   | 0.2540 | 0.1524    | -0.1837 | -0.0242 | -0.1863      | 0.1673   |
| ESGスコア | 0.2136  | 0.3797 | 0.3787   | 0.4260 | 0.0619    | -0.0955 | 0.1440  | 0.0962       | -0.0947  |
| ESG+財務 | 0.3249  | 0.4366 | 0.4317   | 0.3924 | 0.0967    | -0.0518 | 0.1974  | 0.1556       | -0.0412  |

ROE\*: 当期純利益/純資産又は株主資本

変動係数\*\*: 各変数ごとの標準偏差を平均値で割った値。単位の異なるデータのばらつきを相対的に評価する、単位を持たない数値。

サンプルサイズ\*\*\*: 分析対象の事業体数を指す (サンプルは全て民間企業)

<データ参照先> 好感度スコア: JNNデータバンクNo.76 「ライフスタイル・リサーチ・ファイル」(2019年11月実施)

ESGスコア、ESG+財務: 東洋経済 CSR企業ランキングデータ(2020年版)

時価総額: Yahoo!ファイナンスより参照 (参照日: 2020年12月11日)

売上高、負債比率、売上高成長率、営業利益率、ROE: 2018と2019年度のデータをEDINET APIより抽出・算出

補正 $\beta$ 値: Bloomberg terminalより抽出 (データ参照期間: 2015/12/25-2020/12/24、2018/12/25-2020/12/24)

<sup>36</sup> 「JNN データバンク No.76 ライフスタイル・リサーチ・ファイル (2019年11月調査)」を参照。

を示しているから、時価総額よりも PVMJ との強い相関関係にある傾向が確認できる。

また、ここで注目すべきは、PVMJ が時価総額、売上高、従業員数との相関性が弱いことである。Clark ら(2015)によると、優れた ESG 活動と相関関係にある要素として、資本コスト・将来の事業業績・株価水準が存在すると述べている<sup>37</sup>。言い換えれば、ESG 活動を積極的に行う企業と財務的情報に起因する経済的なパフォーマンスには有意な関係性が存在することが多く報告されている。

このような傾向は表 4.5 の分析にて利用した ESG スコアにも現れている。「東洋経済 CSR 企業ランキングデータ(2020 年版)」では、全 800 社の ESG スコアが算出されている。同時に、彼らは売上高・EBITDA・当期利益・総資産・有利子負債などの変数から「規模」指標を独自に算出・作成している<sup>38</sup>。この 800 社分の ESG スコアと規模指標の相関係数は 0.7708 であり、強い正の相関関係にあるといえる。また、表 4.5 にて示す「ESG+財務」の変数は表 4.6 にて構成内容を示している通り、ESG スコアに財務パフォーマンス面の指標を追加し作成している。この ESG+財務の変数と ESG スコアにおいて時価総額との相関係数は、財務パフォーマンス面の指標を加えた ESG+財務の方が高い。要は、ESG スコアは財務情報に現れる経済的なパフォーマンスに相関する指標だと考えられる。

一方で、PVMJ は ESG スコア、時価総額、 $\beta$  値、その他財務パフォーマンス指標らと強くは相関していない。このことは、公益性への貢献という評価軸において広義のステークホルダー（パブリック/社会/一般市民）は、財務的情報に起因する経済的な

表 4.6) PVMJ と ESG に関連する情報らとの相関係数

〔出典〕表中に記載

|          | ESGスコア<br>(1)+(2)+(3)+(4) | CSRスコア<br>(1)+(2) | ESG+財務<br>(1)+(2)+(3)+(4)+(5) |     |  |  |  |  |
|----------|---------------------------|-------------------|-------------------------------|-----|--|--|--|--|
| PVMJ     | 0.3552                    | 0.3440            | 0.2761                        |     |  |  |  |  |
| PV1      | 0.2995                    | 0.2964            | 0.2106                        |     |  |  |  |  |
| PV2      | 0.4025                    | 0.3964            | 0.3370                        |     |  |  |  |  |
| PV3      | 0.3611                    | 0.3548            | 0.2947                        |     |  |  |  |  |
| PV4      | 0.3142                    | 0.2859            | 0.2297                        |     |  |  |  |  |
| 変動係数     |                           | 0.3               | 0.3                           | 0.2 |  |  |  |  |
| サンプルサイズ* | 64.0                      | 64.0              | 64.0                          |     |  |  |  |  |

|      | (1)     | (2)      | (3)       | (4)       | (5) = (A+B+C) | (A)      | (B)      | (C)     |         |
|------|---------|----------|-----------|-----------|---------------|----------|----------|---------|---------|
|      | 環境(100) | 社会性(100) | 人材活用(100) | 企業統治(100) | 財務合計(300)     | 収益性(100) | 安全性(100) | 規模(100) |         |
| PVMJ |         | 0.3058   | 0.3701    | 0.3294    | 0.3248        | 0.0057   | -0.0558  | -0.0802 | 0.0701  |
| PV1  |         | 0.2652   | 0.3168    | 0.2813    | 0.2515        | -0.0706  | -0.0632  | -0.1343 | -0.0074 |
| PV2  |         | 0.3570   | 0.4207    | 0.3616    | 0.3621        | 0.0864   | -0.0802  | -0.0559 | 0.1790  |
| PV3  |         | 0.3187   | 0.3777    | 0.3272    | 0.3241        | 0.0496   | -0.0351  | -0.0385 | 0.1053  |
| PV4  |         | 0.2447   | 0.3197    | 0.3070    | 0.3229        | -0.0382  | -0.0387  | -0.0791 | 0.0010  |
| 変動係数 |         | 0.4      | 0.3       | 0.3       | 0.2           | 0.1      | 0.0      | 0.1     | 0.2     |

注1) データは、東洋経済 CSR企業ランキングデータ(2020年版)を参照。

注2) 各データの分類・評価区分については、東洋経済 CSR企業ランキングデータ(2020年版)を参照。括弧内の数値は満点時のスコアを意味する。

<sup>37</sup> (Clark, Feiner, & Viehs, 2015)は、ESG スコアをもとに定量分析を行っている 200 以上の論文をレビューし、以下の結論を提示している。優れた ESG 活動と資本コストは負の相関関係にある (ESG と資本コストに関する論文の 90% の結論に共通した結果)。優れた ESG 活動と将来の事業業績は正の相関関係にある (ESG と将来の事業業績に関する論文の 88% の結論に共通した結果)。優れた ESG と株価水準は正の相関関係にある (ESG と株価水準に関する論文の 89% の結論に共通した結果)。

<sup>38</sup> 「CSR 企業ランキングデータ項目説明書 2020 年版」を参照。



パフォーマンスを重要な軸として評価していない可能性を示唆している。つまり、公益に対するパフォーマンスの成果は、経済性だけでは説明がつかない可能性がある」と論じることができる。この点について表 4.6 は、公益に対するパフォーマンスの成果が財務情報と非財務情報との間で相関係数に明確な違いが存在することを明らかにしている。表中の(1)~(4)は非財務情報であり、それらと PVMJ の相関係数はある程度に正な相関性があることを示している。一方で、表中の(5)並びに(A)~(B)の財務情報に対する PVMJ の相関係数は極端に小さい。要は、PVMJ の特性として非財務的な企業価値とはある程度に相関性が見られる一方で、財務的な企業価値とは乖離する結果を示している。この事実は、時価総額と PVMJ が相関していないことも踏まえた上で、パブリックが公益性として重視する要素は、時価総額や財務パフォーマンスなどの財務情報らと極めて関連していない可能性を示唆している。表 4.5 や表 4.6 では相関係数のみを提示しており、単純な比較に基づいて考察をしてきた。次項では、回帰分析を行い正確な関連性を証明する。

本節では、PVM のプレファレンス（特徴と傾向）を把握することを目的に、どのような変数との相関性が強く、何に影響を受けているかを明らかにしてきた。短絡的にまとめるとすれば、PVM という方法論が具体化する価値は好感度スコアに似ており、また時価総額や財務パフォーマンスなどの経済性に深く関わる財務的情報との相関性は低い。従って、このような傾向を踏まえると、PVM は極めて非財務的な情報としての特徴を持った指標であるといえる。

しかし、逆に考えると、PVMJ が時価総額や売上高といった指標と相関していないという事実は、評価指標としての異質さを物語っている。表 4.5 が示すように、好感度スコアや ESG スコアに対する時価総額や売上高との相関係数はある程度にそれら変数が相関していることを示している。一方で、PVMJ と時価総額の相関係数は極めて小さい。このことは、企業の経済活動に対して広義のステークホルダーが考える公益性との価値基準の中に、株価や財務パフォーマンスといった経済的な成果指標では説明がつかない要素が含まれていることを示唆していると考えられる。改めて、PVM における 4 つの質問（表 3.3 を参照）を鑑みても、それら 4 つの要素はいずれも企業の社会的活動において重要な側面であることに疑いはなく、これらの要素を無下にしても企業が企業価値を高められるとは考えにくい。相対的に小さいというだけで、その程度を統計的に判断した考察ではない。従って、この考察には限界が伴うものの、やはり一般的に考えて稀有なケースを体現していると考えられる。

公益評価は、利益相反の強い内部のステークホルダー目線ではなく、利益相反が弱く広範な概念に基づく外部のステークホルダーからの目線に立ち現れると第 2 節で定義をした。そして、広義のステークホルダーが評価する公益性には、経済的な財務情報との乖離が生じている。この事実は、言い換えれば、内部のステークホルダーが重視する価値と外部のステークホルダーが重視する価値とが共通していない事を支持する一つの証左となり得るだろう。従って、アウトサイド-インな指標は、インサイド-アウトな指標に基づく内部のステークホルダーの価値創造では充足できない側面

を明らかとし、その具体化を通じた広義のステークホルダーへのアカウントビリティを果たせる可能性がある。

#### 4.2. PVM と好感度スコア

表 4.5 並びに表 4.6 にて明らかになったように、PVMJ は非財務情報との相関性が高く、一方で財務情報との相関性は低い。また、同じ非財務情報（アウトサイド-インな指標）である好感度スコアと時価総額の相関係数に対して、PVMJ と時価総額の相関係数が小さいことは PVMJ の財務情報との関連性が極めて小さい可能性を示唆している。従って、現実社会での PVMJ の有効性を詳細に検証するにあたっては、PVMJ と非財務情報、PVMJ と財務情報とのそれぞれの関連性を詳細に分析することが重要と考えられる。その際には 2 つの要素が肝心となろう。①PVMJ と好感度スコアという同じアウトサイド-インなアプローチにより評価された非財務情報は全体的に共通している（相似な結果である）と考えられるが、部分的な違いは存在するのか。②PVMJ の財務情報との関連性はどの程度小さいのか。以上の 2 つの要素における分析は、① PVM が既存指標と異なる価値を示すことができる証明、②PVM が財務情報との関連性が極めて小さいことの証明、を明らかにすることに通ずる。前者を第 4.2 節にて、後者を第 4.3 節にて論じる。

分析結果について論じる前に、回帰分析で対象としたサンプルサイズについて言及する。回帰分析においては適当なサンプルサイズであることが結果の妥当性を左右することが知られている。そこで、本稿では先行研究<sup>39</sup>を参照し、EPV(Event per Variables)が 10 程度であることを適当なサンプルサイズだと考えた。従って、重回帰分析における説明変数の数でサンプルサイズを割ったときに 10 程度になるようにサンプルサイズを規定し、その水準を満たすように PVMJ のサーベイを設計した。PVM 領域における同分析は初めてであったため、サンプルサイズを事前に規定せざるを得ない状況があった。

これより分析結果の報告と考察を行う。表 4.7 では、目的変数に好感度スコア、説明変数に PV1-4 を据え、重回帰分析を実施し、結果を示している。この結果から得られた重回帰式は以下の通りである。

$$y = -108.367 - 38.774x_1 + 42.650x_2 + 2.603x_3 + 24.242x_4$$

<sup>39</sup> [Peduzzi, Concato, Feinstein, Holford, 1995]



表 4.7) 好感度スコアと PV1-4 の重回帰分析の結果

| 回帰式       |                    |
|-----------|--------------------|
| 目的変数 (Y=) | 好感度スコア             |
| 説明変数 (X=) | PV1, PV2, PV3, PV4 |

| 回帰分析結果           |        |
|------------------|--------|
| 修正済決定係数 (Adj R2) | 0.7199 |
| F検定 (p値)         | 0.0000 |
| サンプルサイズ (n)      | 40.0   |

|     | 偏回帰係数    | 標準誤差   | t値     | p値    | 判定  | 単相関   |
|-----|----------|--------|--------|-------|-----|-------|
| 切片  | -108.367 | 15.212 | -7.124 | 0.000 | *** |       |
| PV1 | -38.774  | 12.555 | -3.088 | 0.004 | *** | 0.534 |
| PV2 | 42.650   | 16.470 | 2.590  | 0.014 | **  | 0.732 |
| PV3 | 2.603    | 21.376 | 0.122  | 0.904 |     | 0.664 |
| PV4 | 24.242   | 8.598  | 2.819  | 0.008 | *** | 0.778 |

注：\*\*\*, \*\*, \*印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

修正済決定係数は 0.7199 となり、このモデルの説明力は高いとする結果が得られた<sup>40</sup>。また、F 検定における p 値も十分に低く、この重回帰式の有意性を証明している。各説明変数の p 値は、PV1・PV2・PV4 が有意に説明力のある変数であることが証明できるが、PV3 は有意ではないとの結果が得られた。偏回帰係数の値が大きい変数は順に PV2、PV1、PV4、PV3 となっている。また、PV1 (Morality : 道徳性) はマイナスの値を示しており、つまり PV1 が 1 単位増加すると好感度スコアは(-)38.774 減少する。企業の道徳性が高く評価される場合には好感度スコアも高くなるのが直感としては考えられるが、この結果はそれに乖離している。また、重回帰式の決定係数が高い中で、PV3 (Task Fulfillment : 経済性・功利性) が有意に関連していない事実は、好感度スコアと PVMJ の違いを明らかとしている。つまり、好感度スコアと PVMJ は同じアウトサイド-インなアプローチをとった非財務情報ではあるが、経済性との要素において異なる結果を示していると考えられる。このモデルにおいては、好感度スコアという手法では企業の経済性が PVMJ と比較して評価が組み込まれていない可能性が明らかになった。

表 4.7 と同様の説明変数で、しかし目的変数に ESG スコアを据えた場合も検証したが、修正済決定係数は 0.1378 と低く、また、各説明変数の p 値において有意な結果を示す変数は存在しなかった。このことから、ESG スコアという非財務情報と比べて、同じアウトサイド-インなアプローチをとる好感度スコアと PVMJ (正確には PV1-4) は関連性が強い事がわかる。一方で、その関連性は全体的なものであり、部分的には関連していない要素 (経済性) も存在する。行動心理学が人々の社会的ニーズとは

<sup>40</sup> 当該分析が算出した推計量が適切であることをガウスマルコフの定理に従い、最小二乗推定量が BLUE になるための誤差項の仮定を満たしているかを確認する。(1) 誤差間で相関がないことが確認でき (r=-0.007) 共分散ゼロの仮定を満たす。(2) 誤差項と説明変数の間で相関がないことが確認でき (r=0.000) 説明変数と独立の仮定を満たす。(3) 文末資料にて提示する残差プロットをもとに (【文末資料 1】参照) 誤差項の分散が均一であると見られるから、均一分散の仮定を満たす。よって、BLUE が成立する。

道徳性・社会性・経済性・利便性の4要素から構成されていると定義する一方で、好感度スコアは経済性との要素を評価できていないと考えた場合、企業の公益性（社会的貢献度）を評価する手法としてはPVMの方が優れていると考えられるだろう。また、同じ非財務情報であってもインサイド-アウトな指標とアウトサイド-インな指標とは異なる価値を評価していることも明らかとなった。従って、これら2つの事実に基づき、PVMは、好感度スコアやESGスコアといった既存指標とは異なる価値を示すことができる指標であると論じることができる。

### 4.3. PVMと企業努力

表4.8では、目的変数にPVMJ、説明変数にESGスコア・売上高・負債比率・売上高成長率・営業利益率・ROEを据え、重回帰分析を実施し、結果を示している。また、表4.9では、目的変数に時価総額や好感度スコアなどを据え、同様に重回帰分析を実施し、結果を示している。

まず、表4.8にて採用した説明変数らを選出した理由について述べる。本節の重回帰分析で明らかにしたい問いは「企業の財務的かつ非財務的な企業努力はどのような企業価値を向上させるのか」である。要は、企業自身が主体的に取り組むことができる企業努力がどのような企業価値に関連していると考えられるかを検証する。この企業努力とは企業自身が社会/市場に向けた経済活動、すなわちインサイド-アウトなアプローチに則った経済活動を意味している。この検証方法において、本稿に新規性があるのは、財務的な活動と非財務的な活動を併せて企業努力と定義していることにある。第2.2節にて統合報告書を例に論じたように、企業の価値創出は財務的だけでなく非財務的な面においても努めることが期待されている。先行研究の多くは、財務的成果と非財務的成果の関連性に焦点を当てているが、それらを併せて企業努力とすることで、いわば企業のあらゆる企業努力を総合的に分析することを試みている。

企業努力を構成する要素は大きく3つに分類した。まず、非財務的な企業努力の総合的指標としてESGスコアを据える。ESGスコアは「東洋経済 CSR 調査（2020年版）」より「CSR企業 ランキングデータ」を参照し作成した。当データソースの全体像については表4.6にて示した通りで、ESGスコアには環境・社会性・人材活用・企業統治などの非財務的指標のみを合算している。また、当データソースは企業の財務データも独自に換算しているから、それらをESGスコアに加えたものを「ESG+財務」として説明変数に加えている。つまり、ESG+財務は非財務情報と財務情報を併せた変数だと認識できる。次に、財務的な企業努力として、企業規模と財務パフォーマンスの2つを据える。第4.1節】で示したように、ESGスコアは企業規模との相関性が高いことが確認されている。従って、企業価値において企業規模は重要なファクターであると考えられるから、企業規模を意図する代替指標として売上高を説明変数として採用した。また財務パフォーマンスは、企業のファンダメンタルなポテンシャル



表 4.8) PVMJ と企業努力の重回帰分析の結果

| 回帰式                 |  |       |        |       |     |        |
|---------------------|--|-------|--------|-------|-----|--------|
| 目的変数 (Y=)           | PVMJ   |       |        |       |     |        |
| 説明変数 (X=)           | ESGスコア, 売上高(2019), 負債比率, 売上高成長率(2019-2020), 営業利益率, ROE |       |        |       |     |        |
| 回帰分析結果              |  |       |        |       |     |        |
| 修正済決定係数 (Adj R2)    | 0.0877   |       |        |       |     |        |
| F検定 (p値)            | 0.0793   |       |        |       |     |        |
| サンプルサイズ (n)         | 64.0   |       |        |       |     |        |
|                     | 偏回帰係数  | 標準誤差  | t値     | p値    | 判定  | 単相関    |
| 切片                  | 3.911  | 0.143 | 27.396 | 0.000 | *** |        |
| ESGスコア              | 0.001  | 0.000 | 2.260  | 0.028 | **  | 0.355  |
| 売上高 (2019年度)        | 0.000  | 0.000 | 1.169  | 0.247 |     | 0.258  |
| 負債比率                | -0.088   | 0.191 | -0.460 | 0.647 |     | 0.164  |
| 売上高成長率 (2019~2020年) | -0.117   | 0.476 | -0.245 | 0.807 |     | 0.005  |
| 営業利益率               | -0.281   | 0.243 | -1.157 | 0.252 |     | -0.190 |
| ROE                 | -0.230   | 0.460 | -0.499 | 0.620 |     | -0.042 |

注：\*\*\*, \*\*, \*印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注：2019年度の財務データを参照。

ルを決定する重要な財務情報として知られている。財務分析では、安全性・成長性・収益性・生産性の4要素を元に分析されることが一般的であるから、それぞれを意図する代替指標として、負債比率・売上高成長率・営業利益率・ROEを説明変数として採用した。

これより、【表 4.8】で示す重回帰分析の結果を考察する。この結果から得られた重回帰式は、以下の通りである。

$$y = 3.911 + 0.001x_1 + 0.000x_2 - 0.088x_3 - 0.117x_4 - 0.281x_5 - 0.230x_6$$

修正済決定係数は、0.0877 となり、このモデルの説明力は非常に小さいとする結果が得られた<sup>41</sup>。一方、F検定における p 値は 10%の有意水準で説明力のあるモデルであることを示している。各説明変数の p 値は、唯一、ESGスコアのみ有意に説明力のある変数であることが証明できる。ESGスコアの偏回帰係数は 0.001 であり、6点を満点とする PVMJ に対して非常に小さな影響力であるといえる。総じて、この重回帰式は PVMJ に対して説明力の弱いモデルであることが明らかとなり、従って、企業の非財務的かつ財務的な企業努力は PVMJ に対して強い影響力を持たない。

そこで、表 4.8 で採用した説明変数らがどのような企業価値との関連性が強いと考えられるかを検証するために、表 4.9 では目的変数を変化させている。また、説明変数には ESG+財務を加えており、各目的変数に対する非財務情報と財務情報の影響度合

<sup>41</sup> 当該分析が算出した推計量が適切であることをガウスマルコフの定理に従い、最小二乗推定量が BLUE になるための誤差項の仮定を満たしているかを確認する。(1) 誤差間で相関がないことが確認でき (r=0.029) 共分散ゼロの仮定を満たす。(2) 誤差項と説明変数間で相関がないことが確認でき (r=0.000) 説明変数と独立の仮定を満たす。(3) 文末資料にて提示する残差プロットをもとに (【文末資料 2】参照) 誤差項の分散が均一であると見られるから、均一分散の仮定を満たす。よって、BLUE が成立する。

いを比較しやすいように設計した。表 4.9 の結果はいずれも標準化した値を示しており、従って、目的変数の単位が異なるものの相対的な影響力を横断的に比較できるように設計している。

表 4.9) 財務情報や非財務情報に対する企業努力の関連性の比較

| 重回帰分析結果の比較       |                 |         |       |     |         |       |     |         |       |    |         |       |     |         |       |     |
|------------------|-----------------|---------|-------|-----|---------|-------|-----|---------|-------|----|---------|-------|-----|---------|-------|-----|
| 説明変数             |                 | 目的変数    |       |     |         |       |     |         |       |    |         |       |     |         |       |     |
|                  |                 | (A)     |       |     | (B)     |       |     | (C)     |       |    | (D)     |       |     | (E)     |       |     |
|                  |                 | PVMJ    |       |     | 時価総額    |       |     | 好感度スコア  |       |    | PVMJ    |       |     | PV4     |       |     |
|                  |                 | 標準偏回帰係数 | 標準誤差  | 判定  | 標準偏回帰係数 | 標準誤差  | 判定  | 標準偏回帰係数 | 標準誤差  | 判定 | 標準偏回帰係数 | 標準誤差  | 判定  | 標準偏回帰係数 | 標準誤差  | 判定  |
| 切片               |                 | 0.000   | 0.116 |     | 0.000   | 0.071 |     | 0.000   | 0.137 |    | 0.000   | 0.113 |     | 0.000   | 0.117 |     |
| (1)              | ESGスコア          | 1.392   | 0.467 | *** | -0.896  | 0.288 | *** | 1.177   | 0.727 |    | 1.312   | 0.439 | *** | 1.381   | 0.471 | *** |
| (2)              | ESG+財務          | -1.149  | 0.479 | **  | 0.917   | 0.296 | *** | -0.763  | 0.706 |    | -1.093  | 0.449 | **  | -1.162  | 0.483 | **  |
| (3)              | 売上高 (2019年度)    | 0.255   | 0.135 | *   | 0.684   | 0.083 | *** | 0.389   | 0.154 | ** | 0.228   | 0.127 | *   | 0.222   | 0.136 |     |
| (4)              | 負債比率            | -0.091  | 0.135 |     | -0.051  | 0.084 |     | -0.212  | 0.190 |    |         |       |     | -0.086  | 0.137 |     |
| (5)              | 売上高成長率 (19~20年) | 0.029   | 0.121 |     | -0.163  | 0.075 | **  | 0.111   | 0.143 |    |         |       |     | 0.040   | 0.122 |     |
| (6)              | 営業利益率           | -0.122  | 0.125 |     | 0.186   | 0.077 | **  | -0.226  | 0.152 |    | -0.111  | 0.115 |     | -0.131  | 0.126 |     |
| (7)              | ROE             | -0.003  | 0.127 |     | 0.111   | 0.079 |     | -0.054  | 0.148 |    |         |       |     | -0.065  | 0.129 |     |
| 修正済決定係数 (Adj R2) |                 | 0.1579  |       |     | 0.6786  |       |     | 0.2675  |       |    | 0.1931  |       |     | 0.1427  |       |     |
| F検定 (p値)         |                 | 0.0179  |       |     | 0.0000  |       |     | 0.0145  |       |    | 0.0021  |       |     | 0.0263  |       |     |
| サンプルサイズ (n)      |                 | 64.0    |       |     | 64.0    |       |     | 40.0    |       |    | 64.0    |       |     | 64.0    |       |     |

注：\*\*\*、\*\*、\*印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注：表内の数値は標準化した係数を提示している。

まず、重回帰分析(B)では、目的変数に時価総額を据えている。モデル(B)の修正済決定係数は 0.6786 であり、このモデルの説明力は高いとする結果が得られた。また、7つの説明変数の内、5つが有意な結果となった。この結果は、想定通り、企業のインサイド-アウトなアプローチに基づく企業努力は、財務的なパフォーマンスを通じて時価総額に影響を与えていることを証明している。従って、今回の重回帰分析にて据えた企業努力を意図する 7つの説明変数らの組み合わせは時価総額を説明するモデルとの関連性が強い。言い換えれば、モデル(A)や(C)と相対的に比較して、財務情報との関連性が強いモデルであるといえる。一方で興味深いのは、ESG スコアの標準偏回帰係数が負の値を示すのに対し、ESG+財務の標準偏回帰係数が正の値を示していることだ。この 2つの説明変数はモデル(B)の中で最も大きい影響度合いを示す変数であるが、それに財務情報を加えるだけで効果が逆転する事を意味している。つまり、ESG だけの強化は時価総額を減少させ、ESG に合わせて財務的な改善を実現しなければ時価総額は増加しないことが明らかとなった。この結果から考察できるのは、ESG の理論上では財務的な活動に加えて非財務的な活動 (E と S への拡張) が最終的には株主価値 (時価総額) へと収斂することを謳っているが、その効用は本モデルでは確認できない。むしろ、効果は逆転しており、また正な効果は現状現れていない可能性を示唆する証左となっている。

次に、重回帰分析(C)では、目的変数に好感度スコアを据えている。モデル(C)の修正済決定係数は 0.2675 であり、このモデルの説明力は低いとする結果が得られた。7つの説明変数の内、1つのみ (売上高) が有意な結果を示す。よって、売上高が増加すると好感度スコアも高くなることが予測される。この結果は、モデル(A)と比較することで新たな考察を得られる。モデル(A)と(C)の比較に基づき考えられるのは、PVMJ と好感度スコアは、同じアウトサイド-インなアプローチに基づく非財務情報である



ことに起因し、いずれも財務情報との関連性は弱い。しかし、モデル(A)は(C)に比較して、ESGに関連する情報との関連性が強い。このことは、ESGを中核とした企業価値向上戦略の成果をアウトサイド-インなアプローチで評価する指標としてPVMJの方が好感度スコアよりも妥当性が高いことを間接的に示唆していると考えられる。

重回帰分析(D)では、目的変数にPVMJを据え、説明変数の数を減らしている。恣意的に関連性の強い変数のみを選択することは妥当な手法ではない。モデル(D)では、この様に変数を意図的に調整したとしても修正済決定係数に大差はなく、変わらずモデルの説明力が弱いことを示している。このことは、PVMJがESGに関連する情報との関連性が有意であるとの事実を差し置いても、詰まるところの説明力が弱く、総じてこれら企業努力を意図する指標らとの関連性が弱いことを明らかにしている。

重回帰分析(E)では、目的変数にPV1-4をそれぞれ据えた4つのケースの中で唯一「売上高」との有意な関連性を示さなかった目的変数(PV4)の結果を示している。PV4は「利便性・個人的欲求」を意図する要素であり、利便性という公益性に対して企業規模(売上高)が関連していないことが明らかとなった。この様に、説明変数ごとの標準偏回帰係数を、PVMを構成する4つの要素に当てはめることで、どの公益性を強化するために効果のある施策はどのようなものが考えられるか、といった戦略の有効性・妥当性を検出できることがPVMの実務面での有効性として挙げられる。モデル(E)の場合、公益における利便性の要素を強化するためには企業規模の拡大という戦略は有意に関連していないことがわかる。より詳細な説明変数を据えた場合、より具体的な施策の妥当性を検証することができる。例えば、「女性役員比率(ガバナンス)」や「植樹本数(地球温暖化対策)」といった詳細な変数を据えて効果を検証することが可能である。

表4.8そして表4.9で示した重回帰分析の結果を踏まえると、第4.1節にて提示した「ステークホルダーが企業に対して期待する企業価値において、内部のステークホルダーと外部のステークホルダーが重視する価値とが共通していない可能性」が存在することがより詳細かつ明確に明らかとなった。

明らかとなった事実は二点にまとめられる。第一に、企業が現状取り組む財務的かつ非財務的な企業努力は、企業の財務的企業価値(時価総額)との関連性が強く、一方で広義のステークホルダー目線の公益評価指標のPVMJとは関連性しているものの影響力が弱い。つまり、企業がESG的な活動や財務パフォーマンスの改善にどれだけ取り組んだとしても、企業の公益的な企業価値への影響は限定的である可能性が高い。PVMを構成する4つの要素(表3.3を参照)は、いずれも企業の社会的な貢献度を押し量る際に重要であることは疑いがなく、これら要素を無下にしたとしても財務的な企業価値が毀損されないとは考えにくい。しかし、企業の現状の取り組みでは企業の公益性を向上できず、従って外部のステークホルダーの期待に答えられないことが考えられる。

従って、この事実は企業の公益的な企業価値の評価ならびに向上戦略においてアウトサイド-インな指標が不可欠であることを意味する。まず、既存指標らの多くは財

務的な企業価値の評価に偏っていることが事実として存在する。財務パフォーマンス指標はもちろんのこと、非財務指標である ESG スコアも、それがインサイド-アウトなアプローチに則っていることに起因して財務的な企業価値との関連性が強く、また実際にも強く影響を及ぼしている。反対に、既存指標だけを重視した戦略では企業の公益的な企業価値を本質的に向上させることは難しい。そこで、企業の公益的な企業価値を考慮するにあたっての出発点はアウトサイド-インなアプローチに基づき明らかとなった公益評価指標が不可欠であると考えられる。公益性という非財務的な企業価値は、非財務的な指標により評価されるべきであり、またその非財務指標はアウトサイド-インな指標であることが至要たる条件だと論じることができる。

また、経営者が E と S の領域に向けたマネジメントを推進する上でもアウトサイド-インな指標を KPI に据えることのメリットが存在する事が明らかとなった。経営者の報酬決定のプロセスは主に業績や株価に左右<sup>42</sup>される（田村, 2018）。ところが、本格的なステークホルダー主義の実現に向けて企業の社会的な公器としての役割の強化を経営者が責務として負うものの、本研究が明らかにしたように公益的な企業価値の創出は非財務情報に関連しており非財務情報による評価が望ましいとすると、非財務情報を報酬決定プロセスに組み込まない限り、経営者による公益的な企業努力のパフォーマンスは正しく評価できず、ひいては報酬に反映されない可能性がある。ESG スコアの向上は時価総額と関連しているから報酬に反映される可能性が考えられるもの、本稿では広義のステークホルダーを内包する企業価値においてインサイド-アウトなアプローチは不十分であると定義しており、従って妥当な指標ではない。そこで、PVM を経営者の報酬に結びつけることは、経営者による企業の公益的な企業価値向上を PVM という非財務情報で評価できることに妥当性が生じるとともに、公益的な企業価値向上戦略における費用対効果を報酬制度という明確なインセンティブにて経営者の責務に反映することの可能性が考えられる。

第二に、PVM は極めて非財務的な情報・指標であることだ。ESG+財務や売上高といった財務情報と有意に関連していることは事実であり、その関連性は好感度スコアよりも PVMJ の方が強く、この点で PVM の方が財務情報との関連性が存在すると考えられる。しかし、その影響度合いが非常に小さい。やはり、PVM は財務情報より非財務情報との関係性が強い指標であると考えられる。この様に、PVM が非財務情報としての性質を多く反映した指標である場合、次に重要視すべきは、非財務情報としての情報有用性である。この点については次節の第 5.1 節にて詳細に分析を行うが、非財務情報は利益相反の明確な財務情報に比べてその実用性は劣ると一般的には考えられる。そこで、非財務情報ではあるが、他の非財務情報と比較して相対的に情報有用性が高いことを示し、また、経営の現場で活用することの意義を明確に示すために、例えば、どのマネジメント層に対してどの様な効果を期待できるかについて具体的に明らかにする必要がある。

<sup>42</sup> 正確には、経営者報酬の決定プロセスにおいては、短期インセンティブは年間業績（営業利益や売上高）に比例し、長期インセンティブはストックオプションを通じた株式価値に比例している（田村, 2018）。



## 5. アウトサイド-インな指標の実用性

ESG 領域の課題に対して、アウトサイド-インなアプローチ（Meynhardt の Public Value）のアイデアは公益と経済主体のトレードオフ関係を具体化する手法としての妥当性があることがわかった。また、有効性については定量的に検証を行い、公益と経済主体のトレードオフ関係は財務情報ではなく、非財務情報との関係性の中で評価可能な価値であることが明確となった。

しかし、その理論上の具体化は最終的な目的ではなく、要は公益を KPI としたパフォーマンスの管理は可能か否かが実務適応性として評価手法の是非においては重要となってくる。アウトサイド-インな指標の実証研究は Meynhardt を中心としたチームにより過去 5 年程度の蓄積がドイツ・スイスにて存在する<sup>43</sup>が、実務で採用されたという事例は存在していない。従って、アウトサイド-インな指標が企業戦略でどの様に使われ、どの様な効果をもたらしたかを実例に基づく分析はできない。

そこで本節では、アウトサイド-インな指標が実用性を発揮できる可能性が相対的に高い指標であることを明らかにする。第 5.1 節では、管理会計分野の先行研究を踏まえ、非財務情報活用における情報有用性基準をアウトサイド-インな指標が満たしていることを明らかにする。第 5.2 節では、持続可能な経営におけるガバナンス体制に着目し、経営者や取締役といったマネジメント層に対するモニタリング強化の必要性を課題として整理し、それをアウトサイド-インな指標が充足できる可能性を示す。第 5.3 節では、アウトサイド-インな指標（PVM）自体の課題を抽出し、今後の改善点について論じる。

### 5.1. 非財務情報としての情報有用性

経営者にとっては、その指標が実用に値するほどの信頼性を担保されているのかが重要となる。これは、Jensen が言うところの「経営者の判断基準決定プロセスに寄与するパフォーマンス指標」つまり経営者が各々のステークホルダーの欲求をどこまで満たすかについてのトレードオフを判断するための何らかの基準を提供できる指標であることが求められる。そこで、管理会計分野から非財務情報活用における情報有用性基準を参照し、実用性の高い評価指標の条件・基準を満たしているかを明らかにする。第 3.1 節でも取り上げた 7 つの公益評価指標の情報有用性を比較分析し、アウトサイド-インな指標は相対的に情報有用性が高いことを明らかにしていく。

管理会計の分野では、会計情報とは言えないレベルの非財務情報、つまりは情報有用性が低いデータまでもを会計情報として活用することまでも推奨するような傾向が窺われると指摘されており（足立, 2015）。特に公益評価手法は規範的かつ広範な概念を扱うからこの点について一層の注意が必要であろう。非財務情報は基本的には企業のマネジメントにおいて利益相反のある財務情報に優先度で劣る。しかし、情報有用性の高い非財務情報は積極的にマネジメントにおいて採用されていくべきで

<sup>43</sup> WEBSITE:(Gemeinwohl Deutschland, 2020)を参照されたし。

あり、要は非財務情報の情報有用性を検証することが重要となる。

そこで、会計情報の情報有用性における基準を規定する ASOBAT<sup>44</sup> (基礎的会計理論報告書) の4つの基準 (目的適合性、検証可能性、普遍性、量的表現可能性) に基づき、7つの公益評価手法が提示可能な定量的データの情報有用性を検証し、それぞれの評価手法が基準を満たしているかどうかを3段階で評価した。ASOBATには4つの基準が存在するが、その中で有用な会計情報の提供という会計目的を支える最も基本的な基準が「目的適合性」との観点であると考えられており (平松, 1987)、要は「目的適合性」の基準を満たしていることが最も重要であることは明記しておきたい。表 5.1 では、それぞれの評価手法が提示可能なデータの定量性と客観性に関する情報提示に併せて、それらの情報有用性の程度を ASOBAT 基準に基づき 3 段階で評価している。要は、非財務情報としての基準・要件を満たしているかを検証している。

これより表 5.1<sup>45</sup>の「ASOBAT 基準」をもとに、公益評価手法の比較分析に基づく考察を論じる。まず「量的表現可能性」の観点から論じる。この項目は、比較可能な定量データを提供できているかどうかを基準としている。提示している7つの評価手法はそもそも定量化を目的とし、その実現と実務での導入の経験を持つ手法らであるものの、PVM と PVSC そして Public Value Framework DCA の3つの手法のみが基準を満たしている。また、Public Value Framework (PVF)、Public Service Outcome Model (PSOM)、CV や CGBS など、基準を満たしていない手法らは、いずれも定量化を実現しているものの比較可能なデータにはなっていない。

表 5.1) 7つの公益評価手法に関する情報有用性基準の比較

〔出典〕表中に記載

| 目的: 「公益と経済主体のトレードオフを判断するための基準を提供すること」 |                      | Public Value Framework             | Public Value Framework (DCA)  | Public Service Outcome Model                   | Citizen Value   | Common Good Balance Sheet                        | Public Value Scorecard                                     | Public Value Map                     |
|---------------------------------------|----------------------|------------------------------------|---|--|---|--|--|--------------------------------------|
|                                       |                      | PVF                                | DCA   | PSOM   | CV  | CGBS   | PVSC   | PVM                                  |
| 評価アプローチ                               | インサイトアウト             | インサイトアウト                           | インサイトアウト  | インサイトアウト                                       | インサイトアウト  | インサイトアウト   | アウトサイドイン   | アウトサイドイン                             |
| 評価可能なデータ                              | 3つの項目から行動規範について      | 3つの項目から行動規範について                    | 特定の質問を投げかけたリアクションが評価値   | アウトカムの実績が評価値                                   | する非財務指標を規定し、すべてのKPIが計数的な評価値                                       | 20の項目をそれぞれが持つ小領域                                 | 個人 (オピニオンリーダー) の主観   | 個人 (オピニオンリーダー) の主観                   |
| データの客観性について                           | 手法開発者が自身の組織を評価する     | 手法開発者が自身の組織を評価する                   | 手法開発者が専門家(アーティスト)の意見を反映しつつ、自身の組織を評価する                                       | 手法開発者 (コンサルティングファーム) が依頼者の組織を評価する              | 手法開発者が自身の組織を評価する  | フレームワークに知り批評者が自身の組織を評価し、第三者が定                    | 内部及び外部の専門家がその組織  | 一般市民が評価する                            |
| ASOBAT基準                              | 目的適合性                | 自らが掲げた目標(行動規範)と自分たちのパフォーマンス        | 文化活動に対する受益者のリアクションと投資コスト  | 費用対効果 (評価者が定義した) 社会的なアウトカム                     | 自らが掲げた目標(理想)と事業KPI  | 公益を構成する要素と事業体の取り組み                               | 公益(個人の主観)と経済主体   | 公益(個人の主観)と経済主体                       |
| 検証可能性                                 | 特定の目標・項目に左右されるか      | 自らが掲げた目標(行動規範)がパフォーマンスを判断する        | 文化活動を体験した人の主観的評価  | 費用対効果 (評価者が定義した) 社会的なアウトカムの評価モデルにおける評価精度に基準はない | 自らが掲げた目標(理想)と事業KPIが定めているから再現性はある                                  | 公益を構成する要素と事業体の取り組みを詳細に評価し、その程度を定めているから再現性は相対的に高い | は悪い  | 再現性がある                               |
| 普遍性                                   | 特定の目標・項目に左右されるか      | 行動規範が設定する価値観に左右される                 | 文化活動を体験していない人を参照しているが、体験した人の属性は問わない   | 評価モデルの価値観に左右される                                | 目標設定の価値観に左右される。評価手法開発者は地域の公益企業であり市民でもある。このことが特定のに用いていることが確認されている。 | 公益を定義したフレームワークの価値観に左右される。事業種ごとの特殊性に左右される。        | PVSCでは、その経済主体の経済活動に関わる内部と外部の専門家に主観的評価を尋ねるから、それらの価値観に左右される。 | 個人の主観を統合し(パブリック(社会、公衆)とするから、普遍性がある。  |
| 量的表現可能性                               | 比較可能な定量的データを提供できているか | 定量的な成果を明確に示すことが目的であり、データ上の比較を避けている | 断片的に比較可能。   | 組み合わせることで基準値に対する経年変化を行える                       | と可能。  | しかし、他の事業体との個別な比較は不可能。                            | 業・業界をまたいだ横断的な比較が可能。  | 業・業界をまたいだ横断的な比較が可能。                  |
| 参考文献                                  |                      | (HM Treasury, 2019)                | (Government of Western Australia Department of Culture and Arts/DCCA, 2014) | (Cole and Finston, 2006)                       | (Wuppertal Institut, 2011)  | (Folber, 2019)                                   | (Meynhardt, 2013)  | Website: Gemeinwohl Atlas in Germany |

例えば、PVF は事業体自身が掲げた行動規範・行動目標に対する成果を定量化しており、従って事業体自身の経年的なパフォーマンスの向上などの分析における比較は

<sup>44</sup> ASOBAT (a statement of basic accounting theory: 基礎的会計理論) はアメリカ会計学会(AAA: American Accounting Association: 基礎的会計理論報告書作成委員会)により 1966 年に規定された。そこでは、「会計情報の諸基準を設定するにあたって包括的な規準となったものは情報の有用性である」と述べられている (足立, 2015) (伊藤, 2018)。

<sup>45</sup> 文末資料として拡大版を追加提示する。



可能である。しかし、他の事業体とは目標（KPI）が異なるから自社内のみでの比較可能性を有する。同様に CV は、民間企業に近い KPI を設定するが（例えば環境性への貢献に対しては、ゴミ収集車のガス消費量ならびに運行距離の管理の目標数値設定）これも自社内のみでの比較可能性といえる。対して、基準を満たす 3 つの手法は、いずれも他の事業体との比較分析が可能である。DCA は、文化活動の費用対効果を算定するために文化活動を体験した受益者に特定の質問を投げかけ（アンケート）リアクションを集計することで公益評価を行う。つまり DCA は、そのフレームワークの適応が文化活動のみに限定されること、そしてパブリック（一般市民/社会）ではなく受益者のみを対象としている点でインサイド-アウトなアプローチとしているが、評価手法の方向性はアウトサイド-インなアプローチに近い。例えば、異なる業種の文化活動（コンサート、博物館、文化イベントなど）が創出する公益性を文化活動の運営側（事業体）が評価をすると、個々の業種それぞれの特殊性を反映させることとなり、詳細な分析はできても業種横断的な比較はできない。しかし、DCA は文化活動の受益者に対して共通するフレームワークでリアクションを集計するから、リアクションの総量は業種が異なっても比較ができる。業種が異なるから個々に得意な要素に格差は生じるとしても総量としての公益性を評価することが可能となる。従って、公益評価における「量的表現可能性」との基準を満たすのはアウトサイド-インなアプローチだけであることが明らかとなった。この評価は「目的適合性」の基準における評価と相関しており、つまりインサイド-アウトとアウトサイド-インとの区分で公益評価を分けることは比較可能な定量データを提供できる手法を選別することに同義となる。広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係の具体化に対して妥当性の高い手法は情報有用性基準における「量的表現可能性」の基準も高いといえる。

この傾向は「検証可能性」や「普遍性」の基準においても確認できる。要は、再現性があるか、特定の利害・傾向に左右されないか、との二点においてもインサイド-アウトなアプローチの限界を見ることができる。

PSOM は大手コンサルティングファームが行政向けに開発した手法であり、費用対効果の推定のために社会的アウトカム（公益性）を定義している。CGBS は環境性と社会性の二点に焦点を当て、詳細な評価を得意とする。しかし、いずれもインサイド-アウトなアプローチであり、PSOM ではコンサルファーム、CGBS では開発した研究者ら、といった評価者もしくは評価フレームワークの価値観に左右された評価となる。CGBS は、評価フレームワークを開発した研究者らが第三者諮問機関として事業体の公益評価を査証するとのプロセスを実現しており、その点で客観性は保たれているから「検証可能性」は理論上高いといえる。しかし、第 3.1 節でも論じたように、「レストランでビーガン料理を提供する事による加点」と「小売店でフェアトレード商品を取り扱うことの加点」といった個々の特殊性を全て評価フレームワークが事前に規定できるわけもなく、その点では評価者の価値観に左右された結果が提示されることとなるから「普遍性」の基準は満たしていないと考えられる。

最後に「目的適合性」の基準を見ていく。本稿では、第 3.1 節並びに第 3.2 節で論

じたように、アウトサイド-インなアプローチが広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を具体化するという目的を満たせる手法として妥当であると考えている。従って、「目的適合性」における目的を「広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフを判断するための基準を提供すること」と据えた場合、アウトサイド-インな指標が基準を満たしていると評価されるのは必然となる。この様に、「目的適合性」は目的を設定する主体にとっては、情報が何らかの活動または結果にとって有用ならば目的適合的であるという ASOBAT の記述は自明の理に過ぎないと指摘することができる（平松, 1987）。ASOBAT における目的適合性とは、①意図されている活動、と②期待されている結果、の2点において会計情報が目的に適合していることを意味するが、これは明らかに対極な局面を指す（平松, 1987）。

この様に先の3つの要素に対して「目的適合性」の基準は重要であるとされながら、その基準を満たしているかどうかの判断は難しい。しかし、PVMは「実質的に創出されたと考えられる成果の量：公益に対する実績値」を具体化することに特化している。公益のように広範かつ抽象的な概念には意図された活動と期待された結果とのトレードオフ関係は曖昧である、この前提を踏まえればPVMのアプローチは新たな視点で「目的適合性」を充足し、妥当な指標であると評価できる可能性はあるが、この立証までは本稿は行わない。

ASOBATの4つの基準をもとにPVMの情報有用性を論じてきた。結論としては、アウトサイド-インな指標は公益評価手法の中では相対的に情報有用性が高いと考えられる。まず、アウトサイド-インなアプローチでなければ公益評価において「量的表現可能性」を満たすことができないことは明確である。インサイド-アウトな指標は定量化を可能とするものの、個別事業体内での活用のみが有効であり、他の事業体とは比較ができない。これは、パフォーマンス指標（費用対効果の検証）として情報有用性が低いと考えられる。また、非財務情報の情報有用性として最も重要であるとされる「目的適合性」については、その基準自体が複雑な構造を有しており判断が難しい。この点について平松(1987)は、AAAが制定したASOBAT基準には「意思決定に対する目的適合性」と「結果に対する目的適合性」という2つの概念が含まれていることが曖昧さを生じさせる原因であると指摘し、経営者の意思決定に寄与する具体的な判断基準であることを目的適合性と定義すべき、と主張する。この指摘を踏まると、より一層に「量的表現可能性」に対しては高い基準をクリアする指標が情報有用的であると考えられる。従って、相対的にアウトサイド-インな指標は実用性の高い指標であるといえる。

## 5.2. 独立役員のモニタリング強化に寄与するアウトサイド-インな指標

やはり経営者の意思決定に寄与する指標であることが実務レベルでの実用性においては非常に重要な観点となる。

西居(2006)の指摘によると、非財務情報の利用が推奨されている一方で、実務では必ずしも非財務情報が利用されていないわけではなく、むしろあまりに多くの業績評価指標を抱え込んでしまっている企業が少なくないのが現状であり、つまり、単に多



様な非財務情報を利用するのではなく戦略的な重要性に基づいて有用な指標を選択する必要があり、その選択の是非は経営者の判断に依拠する。また、同じく西居(2006)は、戦略的重要性に適合する指標とは、実際に戦略の遂行業務に携わる組織成員の注意を選択された指標に向けさせることも実現しなければならず、そのためにはインターラクティブ・コントロールが重要であると論じる。インターラクティブ・コントロールとは「組織のトップが注目することには皆が注目する」との心理を活用した上司と部下のコミュニケーションによる組織運営を意味する。これまでの指摘を踏まえると、指標の選択段階だけでなく戦略上での遂行段階においても、非財務情報の実用性は経営者（組織のトップ）の判断と行動に依拠するところが実務的に大きいことがわかる。つまり、経営者がアウトサイド-インな指標を選択することのメリットを明確にすることが実用性を論じることに通ずる。

そこで本節では、ESGの中核を占めるコーポレートガバナンス改革における組織のトップの課題を整理し、彼らのニーズに対してアウトサイド-インな指標が提供可能なメリットは存在するかについて論じていく。

本節では組織のトップとして「独立役員」に注目する。昨今のコーポレートガバナンス改革においてはモニタリング強化が一層に重視されており、その主役を担うのは「機関投資家(株主)」であろう。しかし田村(2020)が提起するように、株主に経営陣の公益追求を監視・促進するインセンティブが本当にあるのか確証は持てない<sup>46</sup>。そもそもモニタリング機能が社外に移行する傾向にあるのは、(社外)取締役の客観性が不十分であると考えられているからである。田村(2018)は、2000年代までの社外取締役ならびに取締役会の監督機能の強化の過程を、「ここまでの動きは、あくまで取締役会が株主利益を養護して経営者をモニターするという建て付けであり」と述べている。この背景を受け、東京証券取引所を始めとする全国の取引所は2010年3月より独立役員制度を導入した。現在では、独立社外取締役を2名以上専任する上場企業（市場第一部）の比率は95.3%まで向上している（日本取引所グループ, 2020）。役員(独立社外取締役)とは、「一般株主と利益相反の生じるおそれのない社外役員（社外取締役又は社外監査役）を言う」（松岡・富, 2015）とされており、つまりはモニタリング機能の客観性を補填する役割を有した組織のトップである。また、我が国で2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コードにおいても独立役員2名以上の選任などの規定があり、この点でコーポレートガバナンス改革の主役を担う一人であるといえる（田村, 2018）。

では、独立役員が客観性の発揮という責務を果たすためにアウトサイド-インな指標（PVM）はどのようなメリットを提供可能であろうか。

独立役員が自身の客観性を発揮するための行動様式・行動規範については「A Handbook on Practical Issues for Independent Directors/Auditors」（Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012）（以下、ハンドブックと略称）に規定が明記されている。まず、独立役員の

<sup>46</sup> 機関投資家は一般株主と異なり「受託者責任」との責務に対する向き合い方が異なるから、公益追求の監視・促進するインセンティブは勿論、追求するインセンティブまでを「目的を持った対話(エンゲージメント)」を通じ、努めることができる、と理論上考えられる。

責務については、「簡単に言えば、独立取締役/監査役は、一般株主の利益の代表として会社によって任命される<sup>47)</sup>とされており、つまり独立役員は一般株主に対する「受託者責任」に努めなければならない<sup>48)</sup>。

この「一般株主(General Shareholders)」とは具体的に誰を意味するのか、特に株主だけでなく広義のステークホルダーも該当しているのかどうかは非常に重要である。同ハンドブックのQ&Aセッションでは、一般株主は、「市場での取引による変動する可能性のある株主と、会社の経営に大きな影響を及ぼさない少数株主を意味して一般株主としている」と規定されている。つまりは株を保有する市場参加者のみが該当する。一方で、株主以外の広義のステークホルダーを重視すべきでは、との問いに対しては以下のように回答が述べられている。「上場会社の事業活動には、取引先企業、従業員、地域社会など、一般株主以外のステークホルダーの協力が不可欠である。このような協力がなければ、上場会社は継続的に利益を増大させ、企業価値を高めることができないと考えられる。そのため、上場会社は、このようなステークホルダーの利益を考慮することが求められる。しかし、一般株主を含む企業の利害関係者間で利益相反が生じる場合もある。このような場合、一般株主以外のステークホルダーに対しては、自動的に一定の配慮がなされることが期待されるが、一般株主の利益と同じ様に考慮されるとは考えにくい。そのため、独立役員には、会社の意思決定プロセスに参画し、すべてのステークホルダーの利益を考慮した結果として会社の意思決定がなされることが期待されている<sup>49)</sup>。つまり、株主との利益相反のある関係性が一般的に考慮されるなかで広義のステークホルダーへの考慮は軽視される可能性を認め、広義のステークホルダーを含むそれら全てのステークホルダーの利益を考慮する役割を独立役員が担うことが期待されていると論じられている。

では、独立役員はその期待された責務をどのような行動を持ってして充足できているのだろうか。同ハンドブックには、一般株主(株を所有する市場参加者)の利益を保護するために期待される行動については記載があるものの、広義のステークホルダーに対する記載はない。また、独立役員については、その選任の際の独立性を客観的に保証することには厳しい規定があるものの、その責務を遂行する際の一般業務に關す

<sup>47)</sup> 原文：“Put simply, Independent Directors/Auditors are appointed by the company as representatives of the interests of general shareholders” (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012)

<sup>48)</sup> より正確な理解のためには以下の引用文が参考となる。“Regardless of whether or not a director/auditor is appointed as Independent Director/Auditor, there is no change to the basic principle that they should act to enhance corporate value through the pursuit of the company's business goals”, “Independent Directors/Auditors, however, are appointed by listed companies to be responsible for protecting interests of general shareholders. Thus, they are expected to proactively work to do so by, for example, seeking opportunities to express opinions, asking questions, confirming details, and identifying issues, so that the interests of general shareholders are appropriately considered and fair and impartial decisions are made” (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012)

<sup>49)</sup> 原文：“Cooperation from stakeholders other than general shareholders, such as client companies, employees or local communities, is essential for the business activities of listed companies. Without such cooperation, listed companies are not able to enhance their corporate value by continuously increasing profits. Therefore, listed companies are required to consider interests of such stakeholders. There are cases, however, where there are conflicts of interest among stakeholders of a company, including general shareholders. In such cases, certain considerations are automatically expected to be made for stakeholders other than general shareholders, while it is unlikely that interests of general shareholders will be fully considered. That is why Independent Directors/Auditors are expected to participate in the decision making process of the company, and to ensure the company's decisions are made as a result of consideration of all stakeholders' interests” (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012)



る具体的な規定はあまりなく、示される行動規範も抽象的なものに留まる。唯一、独立役員としての情報入手に関する行動については記載がある。「独立役員は、取締役会において、一般株主の利益の観点から検討するために必要な情報に関する参考資料が不足している場合には、不足している情報について質問したり、詳細を確認したりすることにより、適切な情報で会社の意思決定が行われるよう行動することが期待されている<sup>50</sup>」「そうすることで、今後の理事会の参考資料として必要な情報が提供されると考えられる<sup>51</sup>」「必要な質問をし、企業の意思決定に必要な情報の詳細を確認することで、会社の経営陣を保護することができる<sup>52</sup>」。要は、社外からのモニタリングを通じた客観性の強化を実現するために参考となる情報（特に社外情報）については積極的に入手し、取締役会に対して提供をしていくことが役割上期待されている。しかし、その社外情報に関する具体的な記載はない。これらの背景を踏まえると、東京証券取引所は広義のステークホルダーの重要性を認識し、しかし、広義のステークホルダーが軽視されている現状を認め、この改善の責務を独立役員に期待しているが具体的な行動規範は明記しておらず、言い換えれば、意欲ある独立役員は社外情報の入手を通じて広義のステークホルダーの重視を積極化させるとの行動が具体的に期待できるだろう。

そこで、PVM は独立役員に対して公益評価指標という社外情報を提供できるというメリットを示すことが可能である。ESG スコアなどのインサイド-アウトな指標らも、自社の取り組みを第三者が評価・査証することで間接的に社外情報を取り込むことを意味するから有効性はあるものの、PVM は社外情報の中でも広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を具体化した指標を提供する。その企業が経済活動を通じて創出した公益の量と質を実績値で示す指標は独立役員の社外情報入手並びに客観性の発揮に大いに寄与すると考えられる。

社外情報への関与度・理解度・Awareness を向上することの重要性はマネジメント層やビジネスの現場も認識し始めている。例えば、【2.2 節】でも取り上げた GRI の「MM」を受け、実践者である企業らは「社会にとっての重要度」を理解・具体化するためにステークホルダーに対するヒアリングを実施し始めていることだ<sup>53</sup> [エクレス クルス, 2015]。このヒアリング活動は社外情報の入手に相当する。

実践者である事業体が既に気づき行動に移しているとの事実を踏まえると、「社会にとっての重要度」を本質的に達成していくには社外情報（広義のステークホルダーからの声）を入手することが要件となりつつあると考えられる。例えば、ドイツの半

<sup>50</sup> 原文：“If there is a lack of referential materials related to information necessary for consideration from the viewpoint of general shareholders’ interest during board meetings, Independent Directors/Auditors are expected to act so that company decisions are made with the appropriate information by asking questions or confirming details regarding the insufficient information” (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012)

<sup>51</sup> 原文：“It is thought that doing so will lead to the necessary information being provided in the referential materials for future board meetings” (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012)

<sup>52</sup> 原文：“Asking necessary questions and confirming details on the information necessary for corporate decisions may protect the management members of the company” (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2012)

<sup>53</sup> 例えば、セブン&アイ HLDGS、中外製薬、NEC ネットスエスアイ、野村グループ、野村不動産ホールディングス、住友ゴムグループ、豊田通商などが実施している。(検索ワード「マテリアリティ\_\_ステークホルダー\_\_ヒアリング」での結果から一部を抜粋、2020年12月)

官半民の地域に根づいたインフラ事業者（RSAG 社：ゴミ収集・処理を行うシュタットベルケ）は独自に GRI の「MM」を発展させ、【図 5.1 の右側】のようなフレームワークを開発している（RSAG, 2019）。このフレームワークでは、Y 軸に「ステークホルダーへのヒアリングに基づく当社が重視すべき要素」、X 軸に「当社が考える重視すべき要素」を据えている。要は、積極的な社外情報の入手というコミュニケーション活動を通じ、事業体の経済活動に広義のステークホルダー目線を反映させていくことを実現している。当社は、およそ 30～50 名ほどの広義のステークホルダー（有識者、NPO/NGO 団体、地域住民、地域の行政職員、他の経営者、同業他社など）を自費（宿泊費を含む）で集め、ヒアリングを年 1 回実施している<sup>54</sup>。このヒアリングにより明

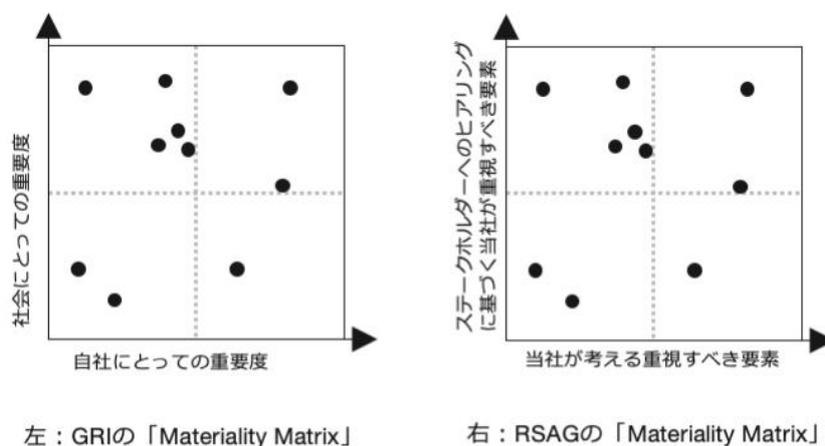


図 5.1) 企業による社外情報の積極的入手を反映した「Materiality Matrix」

【出典】 [GRI, 2016]、 [RSAG, 2019]をもとに筆者作成

らかになった事実として、例えば、広義のステークホルダーは集められたゴミが最終的にどこに行くのか（リサイクルなのか埋め立てなのか）に関する情報とその改善を重視していることがわかった。この点は、当社は常に把握をしている情報であるものの身近な情報であるため対外的な情報発信の必要性を特に感じていなかった。そこで、次年度からのサステナビリティ・レポートには「集められたゴミの総量に対する最終処理の区分ごとの量」を示すグラフが追加されるとともに、このグラフをもとに KPI も設定されパフォーマンス改善を経年的に目指している。この事例はまさに、アウトサイド-インなアプローチにより具体化された気づきをもとに、インサイド-アウトな指標としての KPI を設けることで広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を企業戦略にまで落とし込んだ事例である。

RSAG の事例を踏まえても、やはり社外情報（広義のステークホルダーからの声）を入手し、モニタリング強化に活かしていくことは ESG における E と S への企業責務の拡大においては非常に重要であると考えられ、またその傾向は実際に生まれ始めている。このニーズに対して、PVM は広義のステークホルダーからの声を経済主体

<sup>54</sup> 2020 年 2 月 13 日に、RSAG 社 Tanja Riesop 氏（サステナビリティ・レポート担当者）に対して実施したヒアリング情報に基づく。



が実質的に創出したと考えられる公益の実績値に換算し、この公益の実績値は他の事業体や業界での平均点などとの比較を可能とする。この様な指標を、広義のステークホルダーを含むそれら全てのステークホルダーの利益を考慮する役割を担うことが期待されている独立役員が積極的に社内に取り込んでいくことは期待されるべきであり、また独立役員にとっては実用性の高い指標であると考えられる。

### 5.3. PVMの本格的実用面での課題と解決策

最後に、本節では、企業による公益を KPI としたパフォーマンスの管理における PVM の本格的実用の局面で懸念される PVM 指標自体の課題について論じる。懸念点を提示し、それらの解決・改善に向けた考察を行う。

実用面における懸念としては2つが考えられる。

第一の懸念は、戦略との対応性である。PVM は企業の戦略に対して有効的ではあると考えられる。なぜなら、表 4.9 の PV4 を目的変数に据えた重回帰分析(モデル(E))を例示し論じたように、財務かつ非財務に関する詳細なデータをインサイド-アウトなアプローチで収集し、その成果をアウトサイド-インなアプローチから評価することで、どの様な施策が結果的に公益に対してパフォーマンスが高いかどうかを検証することが可能であるからだ。しかし、PVMJ が財務情報らとの関連性が弱かったように、効果を検証したい様々な施策を変数に加えたとしても全てに有意な関連性を見出すことは保証されない。また、PVM は公益に対する実績値を成果とし評価するから、実際に施行した施策の効果検証については評価後に結果を検証して初めて検証可能性は明らかとなる。要は、戦略と PVM の対応性は開けてみないとわからない部分が多い。

この点については、今後 PVMJ の研究を継続することで解決できる部分が多い。PVM における経年的な変化に関する知見の蓄積と高い関連性を有する財務情報・非財務情報を探索するためのさらなる調査を行うことが解決策となろう。ESG スコアとの関連性についても、経年的な変化に基づく分析を行うことで ESG スコアと PVM の戦略的な結びつきはより詳細に明らかとなろう。

何れにせよ、PVM の結果が戦略に対応していないと結論づけることは適切な認識ではなく、戦略が PVM の結果に対応できていないと考える方向性が適切である。なぜなら、ここでいう戦略とは企業が企業自身の考えで考案した戦略であり、インサイド-アウトなアプローチに則った戦略は特定のステークホルダーのみを重視するように偏っているという事実が 2.2 節で述べたように存在しているからだ。従って、企業の公益評価はアウトサイド-インなアプローチでなければならぬと考える経営者は、PVM の結果を受け、いかに自社のインサイド-アウトな企業努力を PVM の結果に結びつけることができるか、この点を軸に戦略が再構築されるべきであると考えられる。この戦略の再構築こそ、アウトサイド-インな指標を KPI に据えた「対話性の強化」を企業が考慮すること、すなわち、広義のステークホルダー目線のガバナンスと呼べる企業努力であろう。

第二の懸念は、PVM の人気投票的な特性についてである。この特性は、PVM が評

価可能とする評価対象への条件に起因する。第 3.3 節にて、Meynhardt が提示する PVM における 2 つの評価要件を述べた。その要件とは、必要な最低サンプルサイズと回答者がその評価対象を「ある程度知っている」ことである。「ある程度知っている」の基準は、「about Company A, how familiar they are with you?」との質問に 1~6 点のリカー ト形式で尋ね 4 点以上を有効回答とする、などの方法が考えられる (Meynhardt Jasinenko, 2020)。

この条件はいくつかの懸念点を考えさせる。まず、一般市民を回答者に据える場合、回答者が認知できる企業は一般的な知名度が高いことが必要であり、よって知名度が 高くない企業は PVM において不利なのではないか。また、知名度が高いことは、売 上高など企業規模の大きさに相関する可能性が考えられ、要は比較的財務的な余裕 のある企業しか PVM の評価ができず、偏りが生じるのではないか。加えて、好感度 スコアと PVMJ は関連性が強い事も踏まえると、総じて PVM は「人気投票」といっ た特性を持つ評価指標と考えられる可能性が考えられる。人気投票との表現に込めた 意図とは、単純に著名な企業を公益的に良い企業だと、いわば短絡的に世間的な人気 を代替して評価してしまうことの可能性である。要するに、データの普遍性が懸念さ れる。

この人気投票としての PVM の特性の把握に対して、本稿で実施した PVMJ の結果 に基づく検証をいくつか提示する。

まず、企業規模を意図した変数らと PVMJ の相関係数は低い (表 4.5 を参照)。評 価対象の経済主体は、売上高で 1 兆円を超える企業から 240 億円までを、従業員数で 10 万人を超える企業から 570 人までを幅をとって選出している<sup>55</sup>。しかし、一般的な 知名度に配慮し選出することは避けられず、結果的に企業規模の大きな企業らが評価 対象の過半数を占めている。具体的に、売上高で 1,000 億円を超える企業が全体の 85% を占める結果が見られる。そこで、売上高を 1 兆円以上・1,000 億円以上・100 億円以 上の 3 つに区分し、それぞれの PVMJ スコアとの相関係数を列挙すると、順に、0.3543、 -0.1816、-0.1986 となった。いずれも高い相関係数ではないが、1 兆円企業とそれ以下 の企業群とで乖離した結果が得られた。このことは、売上高の規模が小さくなると PVMJ との相関性が低くなる事を意味する。また、これらグループ間の平均値に有意 な差があるかどうか検定するため一元配置分散分析を行ったところ、有意な差は見ら れなかった ( $F(2,61)=1.85, p=0.165$ ) これら 2 つの事実から考察できるのは、企業規模 が相当に大きな企業らに比べ、それ以外の企業規模を有する企業らの売上高などの 企業規模は PVM の結果に対してほとんど関係を持たないと考えられる。また、企業規 模の格差が存在しても、実際の PVMJ スコアには有意な差は見られず、総じて企業規 模の大小による人気投票的な特性が PVM の結果に強く反映されているとは考えにく い。

次に、より知名度や人気といった定性的な志向を捉える目的で、地域格差に基づく PVMJ スコアの平均差に注目した。分析では、企業並びにスポーツチームの本社位置・

<sup>55</sup> PVMJ にて評価した企業名を特定できないようおおよその数値を提示する。



本拠地に着目した。この分析では、日本を大きく東日本と西日本に区分し、回答者の在住地域に対するホーム企業・ホームチーム並びにアウェイ企業・ホームチームとのPVMJスコアを算出した。仮説では、ホーム企業・ホームチームへのPVMJスコアが高いとし、平均差の検定を行った。要は、例えば、東日本に在住する回答者は、東日本に本社位置・本拠地を置く企業やスポーツチームに対して高いPVMJスコアを回答する、と仮定している。

表 5.2 では、民間企業とスポーツチームに分けて、それぞれのホームとアウェイのPVMJスコア並びに点数差を提示している。いずれもサンプルサイズが限られていることは注意すべき前提である。また、それぞれの平均値の差が統計的に意味のある差かどうか検定するためにt検定を行った。結果、民間企業の本社位置が東日本の企業における回答者住地域別の平均値の差 ( $t=1.805, df=100, p=0.074$ )、並びに、スポーツチームのチーム B (本拠地が東日本) における回答者住地域別の平均値の差 ( $t=2.164, df=498, p=0.031$ ) においてのみ、有意な差が見いだせた。

まず、民間企業の本社位置についての結果を考察すると、我が国では企業の本社は東京都にあることが一般的であり、反対に東京都以外に本社を置く企業は少ない。そこで、東日本在住の回答者が東日本に本社位置を置く企業を好意に思う場合より、西日本在住の回答者が西日本に本社位置を置く企業を好意に思う場合の方が一般的に考えうるケースだと想定できる。しかし、この仮説を支持する結果は得られなかった。一方で、東日本在住の回答者が東日本に本社を置く企業を好意に思う傾向が、統計的に有意に確認できた。また、西日本在住の回答者が東日本・西日本いずれの企業に対しても低い点数を回答する傾向が確認できた。次に、スポーツチームの本拠地についての結果を考察する。基本的にホームチームに対する好意が東日本でも西日本でも確認

表 5.2) PVMJ における「地域格差」の影響

| 民間企業のためのPVMJスコア  |                  |          |          |          |        |         |       |
|--|------------------|----------|----------|----------|--------|---------|-------|
|  | 全体               | 本社位置が東日本 | 本社位置が西日本 | サンプルサイズ* |        |         |       |
| 回答者住地域   | 全体               | 4.160    | 4.158    | 4.165    | 500.0  |         |       |
|  | 東日本              | 4.174    | 4.176    | 4.164    | 300.0  |         |       |
|  | 西日本              | 4.089    | 4.080    | 4.123    | 200.0  |         |       |
|  | ホーム企業 (-)アウェイ企業  |          | 0.096    | -0.041   |        |         |       |
|  | t検定に基づくt値        |          | 1.805*   | 0.361    |        |         |       |
|  | サンプルサイズ**        | 64.0     | 51.0     | 13.0     |        |         |       |
| サンプルサイズ*: 1事業体あたりの集計したサンプルサイズで表記<br>サンプルサイズ**: 調査対象の全事業体内、当分析の対象とした民間企業のサンプル数で表記<br>注) ***, **, *印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。 |                  |          |          |          |        |         |       |
| スポーツチームのPVMJスコア  |                  |          |          |          |        |         |       |
|  | 全体               | 本拠地が東日本  |          | 本拠地が西日本  |        | サンプルサイズ |       |
|  |                  | チームA     | チームB     | チームC     | チームD   |         |       |
| 回答者住地域   | 全体               | 4.035    | 4.133    | 3.776    | 4.085  | 4.146   | 500.0 |
|  | 東日本              | 4.063    | 4.178    | 3.874    | 4.075  | 4.123   | 300.0 |
|  | 西日本              | 3.981    | 4.028    | 3.623    | 4.118  | 4.155   | 200.0 |
|  | ホームチーム(-)アウェイチーム |          | 0.151    | 0.252    | 0.043  | 0.032   |       |
|  | t検定に基づくt値        |          | 1.155    | 2.164**  | -0.238 | -0.603  |       |
| 注) ***, **, *印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。   |                  |          |          |          |        |         |       |

できる。しかし、基本的にはそれら平均値の差には有意な格差を確認できない。チーム B は統計的に有意な差を確認でき、実際の平均値から考察するに、チーム B は好意なホームファンより、アウェイファンからの好意が低いことがわかる。

これら 2 つの分析を元に、地域格差という定性的な志向に焦点を当て人気投票的な特性の是非について考察を行う。民間企業において有意な結果を得られた本社位置が東日本の企業については、やはり東京都に本社を置く企業が圧倒的多数であるから、逆の西日本に本社位置を置く企業への評価値が高ければ地域格差の存在を肯定できると考えるが、これについては仮説を支持しない結果となった。従って、民間企業に対する地域格差の存在は強く肯定できないと考える。また、スポーツチームの結果は、基本的なホームチームへの好意な傾向が窺えるから、人気投票的な特性は確認できる。しかし、地域格差において優位な差を確認できるのは 4 つ中 1 つであるとの事実は想定を下回る。企業に比べ、スポーツチームは主観的な評価が回答者の特性によって大きく変動すると思われるが、想定に反して、スポーツチームの PVMJ スコアに対してはそこまでの影響がないと考えられる。

企業規模と地域格差の 2 つの観点から、PVM の人気投票的な特性を検証した。総じて、これら 2 つの要素においては PVM のデータ普遍性をそこまで毀損していないとする可能性を支持できる結果が得られた。一方で表 4.3 で示した官民比較、そして表 4.4 の属性データ別比較においてはいずれも平均値に有意な差が見られた事は 4.1 節にて述べた。この違いを元に考察すると、PVM は回答者の主観的な評価のばらつきよりも、回答者の属性および評価される経済主体の事業内容の違いによる影響が大きいと考えられる。つまり例えば、Business-to-business (BtB) よりも Business-to-consumer (BtC) な事業、嗜好的な事業よりもインフラな事業といった違いによる影響が大きいと考えられる。従って、回答者の短絡的な主観に基づく人気投票の性質よりも、その評価対象企業が元々有する存在価値がより強く反映される指標であると捉えられる。

明らかとなった PVMJ の特性を踏まえると、2 つの提案が考えられる。第一に、経営者は PVM だけでなく PVSC の活用も検討すべきである。PVSC は、PVM よりも詳細な評価に長けた手法であり、個別企業ごとを対象にできると第 3.1 節にて述べた。例えば、PVM が BtB より BtC を高く評価する指標であると仮定した場合、PVM により明らかとなった同じ BtB な企業らは、PVM における総合ランキング上位を目指すのではなく、BtB な企業群の業界平均を目標に据える方法が戦略に対して妥当であると考えられる。PVM は概観を通じた目標設定を得意とし、それ以上の改善活動は PVSC による評価・分析を通じて実現することが効率的だと考えられる。PVM と PVSC のそれぞれの結果の関連性は Meynhardt がドイツを事例に明らかとしているが、PVMJ ではまだできていない。今後の課題として、日本での PVSC の実行と、PVM との互換性検証が挙げられる。

第二に、パネルデータを使ったデータ集計も効果的だと考えられる。経年的な変化、並びに、個人の価値観の変化に基づく公益性の変化なども反映でき、Meynhardt の方



法論に基づく公益性評価の妥当性をより詳細に分析することが可能となる。属性データ別の評価値の変動などを捉えることにも寄与する。

企業による公益を KPI としたパフォーマンスの管理における PVM の本格的実用の局面で懸念される PVM 指標自体の課題について、定量的かつ定性的に論じてきた。本節で取り上げた、戦略との対応性、人気投票的な特性といった懸念点については、とりわけ大きな課題は見られなかったと考える。総じて、実用性の高い結果を提供できる指標であると考えられる。

## 6. 結論

本稿が目的として据えた課題は 2 つあった。第一に、「広義のステークホルダー概念の具体化」が持続可能な経営の次なる発展（E と S への拡張）において重要であることを明らかにすること。第二に、企業の公器としての役割や貢献度を評価するための手法として、特定のステークホルダーではなく広義のステークホルダーを対象とした公益評価手法の在り方における議論を論じ、その中で Meynhardt の Public Value 理論に基づいた PVM 指標（アウトサイド-インな指標）こそが、公益性を評価するモニタリング指標として、また公益性に対するパフォーマンスを管理できる指標として、妥当性・有効性・実用性の観点から優れていることを明らかにすること。以上の 2 点であった。

1 つ目の観点については、先行研究または実際のサステナビリティ・レポートや統合報告書をレビューすることで、現状の企業の社会的な活動はインサイド-アウトなアプローチに偏っていることを明らかとした。理念的には全てのステークホルダーへの価値創出を掲げている一方で、その実態は企業が自身の価値観に基づき判断した特定のステークホルダーのみを対象としており、利益相反の明確なステークホルダーに対して公益性に関与する広義のステークホルダーへの考慮が軽視されているとの事実は明確に存在する。この事実に対して、Meynhardt が提唱する Public Value 理論は、公益と経済主体のトレードオフ関係を具体化（指標化・評価手法化）するアプローチとして、公益とは本質的に主観的なものであり常に広義のステークホルダーの認識・評価の中に依拠すると定義する。要は、人間の本質的なニーズに対して価値を提供できる経済主体であることを評価する手法が、Meynhardt が開発した PVM 指標である。

そこで、2 つ目の観点については、実際に日本での PVM の実証実験を通じ、定量的に PVM（アウトサイド-インな指標）の有効性を検証した。結果、公益と経済主体のトレードオフ関係は、財務情報ではなく、非財務情報との関連性が強いことが明らかとなった。つまり、公益と経済主体のトレードオフ関係は非財務情報によって評価し管理されることが望ましい。これは、株主至上主義（株主価値）からの脱却を志向する現在の ESG を始めとするコーポレートガバナンス改革の潮流を支持する結果であった。しかし、経営者報酬の決定プロセスにおいては利益相反の明確な財務情報（売上高や株価）、つまりインサイド-アウトな指標を中核としている現状を踏まえると、

この点は改善が必要であると提唱できる。広義のステークホルダーに対する企業の公器としての成果を実績値として捉える PVM は、特定のステークホルダーのみを対象とする現状の非財務情報開示が本質的に捉えることのできない、より広範で包括的な企業の価値創出をモニタリングでき、またパフォーマンスの管理を可能とする。

総じて、本稿が掲げた 2 つの課題に対する解を踏まえると、公益と経済主体のトレードオフ関係の実態について詳細な関係性を明らかにすることができたと考える。そして、企業の公益評価は現状のインサイド-アウトな傾向の不十分点を認め、アウトサイド-インなアプローチに立ち返ることが重要である。

しかし、財務情報との関連性が弱いアウトサイド-インな指標 (PVM) は、現状、企業の目には取り扱いの難しい抽象的すぎる指標として映ってしまう可能性がある。しかし、アウトサイド-インな指標が体現する価値は、公益性を評価した絶対値であり実績値であることを認識し、その結果を受け入れる姿勢を期待したい。非財務情報の取捨選択の判断、そして非財務情報の有効活用においても経営者の責任と手腕が問われる。

ここで改めて、アウトサイド-インな指標が経営者にとって信頼に値する指標となる条件について考えたい。まずは、インサイド-アウトなアプローチの限界を認めることが 1 つの条件となる。限界とは、公益性について社内から評価しようと試みるとインサイド-アウトな傾向が発揮され、マテリアリティの視点が社外志向から内々へ変化してしまい、結果的にインサイド-アウトなアプローチでは広義のステークホルダーを対象とすることが難しくなることを意味する。

そして、もう 1 つの条件は、Meynhardt の Public Value 理論が信頼できることを認めることだ。信頼性を担保するために本稿が明らかとした事実には、例えば、好感度調査のような抽象的な手法とは部分的に異なり、道徳性・社会性・経済性・利便性の 4 つから、詳細かつ具体的に価値を体現していること。また、財務情報との相関性が極めて低いという稀有な指標であり、人気投票としての短絡的な価値志向にも影響を受けないことは、公益に対する実績値を評価した成果指標として独立性の高い公益評価指標である可能性が示唆されること。そして、非財務情報としての情報有用性は ASOBAT 基準に基づき相対的に妥当性と実用性が高いと論じられる、等が挙げられる。これら事実を背景に、第 3.2 節で示した、Meynhardt のアウトサイド-インなアプローチを構築する 4 つの前提条件が妥当であり、信頼に値すると認めることができれば、経営者にとって広義のステークホルダーの意見を大いに反映した社外情報として妥当性・有効性・実用性の高い評価指標を経営に取り込むことができる。

ここで改めて Public Value に対する一般的な疑問や懸念を整理したい。最も多く投げかけられる疑問や懸念らは基本的に PVM の背景にある Public Value のコンセプト自体に寄せられることが多く、それらは以下の様に集約できる。Public Value 理論に基づく公益評価手法は、総じて抽象的すぎるのではないか。そして、方法論が簡略化されすぎていて、要はシンプルすぎるのではないか。これら 2 つの観点が Public Value 理論に対する不信感の中核にあると思われる。



まず、アウトサイド-インな指標においては抽象的な質問を投げかけることは必要条件であると考えられる。現状のコーポレートガバナンスは、その対象が理想的には全てのステークホルダーとしながら特定のステークホルダーに偏っているという実態があり、ひいては広義のステークホルダーへの責任を果たせず、言い換えれば外部のステークホルダーを軽視している事が課題として挙げられる。従って、アウトサイド-インな指標は外部のステークホルダーのニーズに立ち返った評価指標を提供し、インサイド-アウトな指標の不足点を補填することにそもそもの起点が存在する。また、外部のステークホルダーのニーズとは、個人の主観に尋ねることで明らかにすることができる。Meynhardt(2011)が証明している。従って、アウトサイド-インな指標が尋ねる対象は外部のステークホルダーであり、そして外部のステークホルダーは専門用語や細かな調査には不向きな対象群である。加えて、Meynhardt の Public Value では社会を構成する一人としての意見を尋ねることが目的であり、詳細な価値や評価を尋ねることは敢えて避けている。従って、アウトサイド-インな指標が抽象的な質問を投げかけることは、その回答者が抽象的に対象を評価することに適正があり、また回答者の専門性を特定せずに済むことで社会全体の意見を反映できる点において適正がある。つまり、現状のコーポレートガバナンスの不十分な点をアウトサイド-インな指標により補填していく場合、その評価手法における質問文は抽象的な内容となることが必要条件であり、これはアウトサイド-インな指標の特徴でもある。

次に、アウトサイド-インな指標が簡略化されたシンプルすぎる質問構成となっているのではなく、現状のインサイド-アウトな指標ら（サステナビリティ・レポートや統合報告書など）の評価が詳細的すぎると捉えるべきだと考える。PVM で中核を担う評価指標は4つしかない。4つの評価要素に対して4つの質問文が充てられているという非常にシンプルな構造となっている。この4要素の評価の妥当性を検証するためや、分析を深化させるために設計された追加的な質問文は別途存在するが、基本的にはこの4つの質問がPVMを構成している。しかし、これら4つの要素を合算するだけで公益を具体化しているとの論理性は簡略的すぎると指摘される場合があるが、これは間違いである。PVMの質問文はMeynhardtらが構想したものではなく、行動心理学の領域においてEpstein(1993)が明らかにした、人々が公益性との観点において社会に対して抱く4つの社会的ニーズに基づき構想された質問である。従って、4つでは少ないなどの論理は有効的ではない。反対に、Public Value理論の研究者らはインサイド-アウトな指標を活用したマネジメントの実態を踏まえ、公益性を構成する要素に際限がないことに起因し、結果的にマネジメントが複雑化してしまうことを指摘している。要は、非財務情報としての情報有効性を確保するためにも公益性をシンプルに評価するための方法論が重要と考えられる。従って、公益性を外部のステークホルダーの目線から評価するアウトサイド-インな指標は、その評価指標の数が多くなることを避けるべきで、本質的に公益性を捉えられる最小限の評価指標の数を志向すべきである。

確かに公益性という概念は広範であるから、PVMの評価項目数は少なすぎる印象

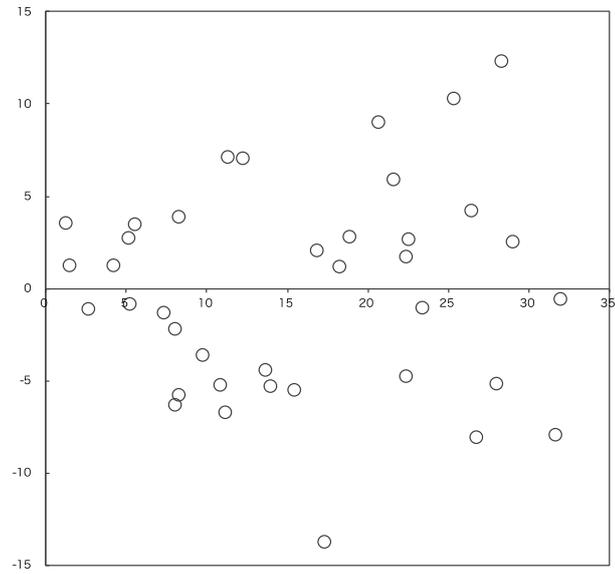
は持ちやすいだろう。しかし、PVMの4要素は行動心理学により実証された公益の価値側面であり、これら4要素に対して抽象的に質問を投げかけ直感的に回答できるように設計することで、網羅的に公益を捉えることができると論じることができる。総じて抽象的または簡略的であると指摘される当該指標は、これはPVMの欠点ではなく、アウトサイド-インなアプローチによる評価指標の特徴であると考えることが正確な認識だといえる。

何れにせよ、PVMを構成する4つの要素(表3.2と表3.3を参照)はどれも企業とステークホルダーとの関係性の中で無視できない重要な公益性であることは疑いがなく、この公益性に対する公益評価を無下に扱わないとする企業の姿勢がステークホルダーとの関係値に肯定的な影響を与える可能性は期待できる。

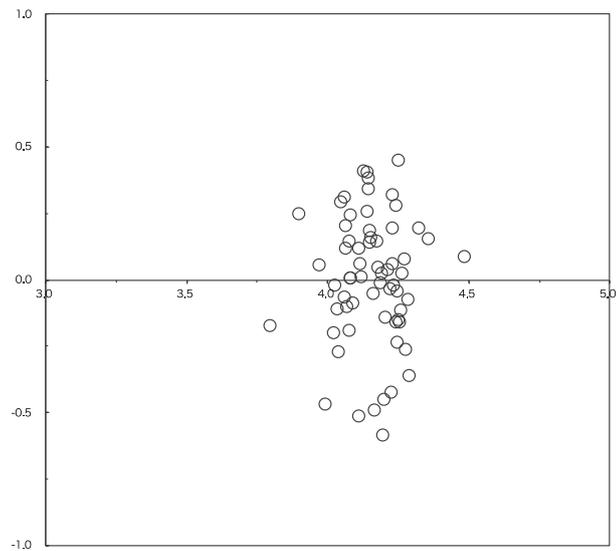
本稿の限界は、経営者がPVMをマネジメントで採用し活用していく局面に対して具体的な議論が不足していることだ。非財務情報は、利益相反の明確な財務情報に対して、経営者にとっての優先度は低い。この現実を認め、しかし、経営者の関心と疑問を明瞭とするためには、実践での活用と効用の検証が効果的である。従って、今後はPVMとPVSCの結果の互換性およびPVSCの実践面での効用の検証を研究することが求められる。



## 文末資料



文末資料 1) 表 4.7 の残差プロット



文末資料 2) 表 4.8 の残差プロット

表 3.1) 比較分析した 7 つの公益評価指標に関する基礎情報  
 [出典] 筆者作成

| Features                                | Methodology  | Public Value Framework (DCA)   | Public Service Outcome Model  | Citizen Value   | Common Good Balance Sheet  | Public Value Scorecard   | Public Value Map   |
|---|--|--|---|---|--|--|--|
| 評価手続の開発者<br>同僚<br>プロジェクトに関して<br>(広義の関与) | HM Treasury (イギリス財務省)<br>イギリス<br>行政機関 (財務省)  | Department of Culture and Art<br>(オーストラリア文化庁)<br>オーストラリア<br>文化活動 (美術館、オーケストラ、文化イベントなど)                               | Accenture (アークセンチュア)<br>アメリカ<br>公益機関 (州政府)  | Wuppertal Institut<br>ドイツ<br>中ロ市民エンタフ事業者<br>(シュタットベルク)  | Christian Felber<br>ドイツ<br>あらゆる経済主体 (公共組織、民間企業、NPO/NGOなど)  | Timo Meynhardt<br>ドイツ<br>民間企業、NPO/NGOなど  | Timo Meynhardt<br>ドイツ、スイス<br>あらゆる経済主体 (公共組織、民間企業、NPO/NGOなど)  |
| 規模                                      | 複数の窓口 (主に財務省)  | 3つのプロジェクト  | 米国の州レベル   | 5つの事業体  | 約# #社程度 (主に小規模事業体)   | 約# #社程度  | 400社以上   |
| 時期                                      | 2019   | 2014   | 2006  | 2011  | 2019   | 2014   | 2019   |
| 評価フレームワークの概要                            | 政府のパフォーマンスを向上させるため、公共サービスの内外、経済的な生産性を、公益と費用対効果との間に基づいた、一般的なパフォーマンス評価をする、一般的に良い事業 (文化活動など) に動機を規定し、パフォーマンスを4段階で評価し、パフォーマンスを向上させる。 (5Sの項目から成る) 行動規範・行動指針を規定し、パフォーマンスを4段階で評価し、パフォーマンスを向上させる。 (5Sの項目から成る) 行動規範・行動指針を規定し、パフォーマンスを4段階で評価し、パフォーマンスを向上させる。 | 文化活動に対するパフォーマンス指標、文化活動を実施した受益者に評価を向け、主観に基づき評価と投資コストを比較する。 文化的活動に対するパフォーマンス指標、文化活動を実施した受益者に評価を向け、主観に基づき評価と投資コストを比較する。 | 公益と費用対効果との間に基づいた、一般的なパフォーマンス評価をする、一般的に良い事業 (文化活動など) に動機を規定し、パフォーマンスを4段階で評価し、パフォーマンスを向上させる。 (5Sの項目から成る) 行動規範・行動指針を規定し、パフォーマンスを4段階で評価し、パフォーマンスを向上させる。 | 地域の公益企業が市民と地域に基づいて、環境と社会性の2点に重点を置いた、その目標を達成するための手段として、外部のベンチマーク(管理)を提供する。 企業に対して投資を行う第三機関により開発された、公益を達成する事業を評価する。 企業が多くの詳細に定義されており、非常に具体的で信頼性は高い。 | その経済主体の経済活動に基づく内部、一般的な市民に寄与する、公益を達成する。 外部のベンチマーク(管理)を提供する。 企業に対して投資を行う第三機関により開発された、公益を達成する事業を評価する。 企業が多くの詳細に定義されており、非常に具体的で信頼性は高い。 | その経済主体の経済活動に基づく内部、一般的な市民に寄与する、公益を達成する。 外部のベンチマーク(管理)を提供する。 企業に対して投資を行う第三機関により開発された、公益を達成する事業を評価する。 企業が多くの詳細に定義されており、非常に具体的で信頼性は高い。 | その経済主体の経済活動に基づく内部、一般的な市民に寄与する、公益を達成する。 外部のベンチマーク(管理)を提供する。 企業に対して投資を行う第三機関により開発された、公益を達成する事業を評価する。 企業が多くの詳細に定義されており、非常に具体的で信頼性は高い。 |
| 類似な使用法使用例                               | 公益創出を目的とした行政機関 (パブリック・オフィサー) の行動規範の作成をする場合   | 文化活動に対する投資のインパクトを把握し、評価する場合  | 多様な内部関係者にアクセスできる、どのような事業が地域住民の公益を達成しているかを理解したい場合に、公益を評価したい場合  | に賛成しているかを理解したい場合  | 公益を達成する多様な要素を把握し、評価・マネジメントを行う場合  | 他と比較できる定量的データを、Public Value Scorecardを大規模に実施する場合   | Public Value Scorecardを大規模に実施する場合  |
| 評価手続のフロー                                | インサイド・アウト  | インサイド・アウト  | インサイド・アウト   | インサイド・アウト   | インサイド・アウト  | アウトサイド・イン  | アウトサイド・イン  |
| 参考文献                                    | (HM Treasury, 2019)  | (Government of Western Australia Department of Culture and Art(DCA), 2014)   | (Cole and Parston, 2006)  | (Wuppertal Institut, 2011)  | (Felber, 2019)   | (Meynhardt, 2013)  | Website: Gemeinwohl Atlas in Germany   |



## 参考文献

- Bozeman, B. (2007). *Public Values and Public Interest: Counterbalancing Economic Individualism*. Washington, D.C.: Georgetown University Press.
- Bryson, M.J., Crosby, C.B., Bloomberg, L. (2015). *Discerning and Assessing Public Value: Major issues and New Directions*. Public Value and Public Administration. Washington, DC: Georgetown University Press.
- Bilolo, C. (2018). *Legitimacy, public value, & capital allocation*. London: Routledge.
- Felber, C., Campos, V., Sanchis, J. (2019). The Common Good Balance Sheet, an Adequate Tool to Capture Non-Financials? *Sustainability*, 11, 1-23.
- Clark, G.L., Feiner, A., Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder : How sustainability can drive financial outperformance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2508281>
- Economy for the common good. (2017). Retrieved December 2020, from <https://web.ecogood.org/de/unsere-arbeit/gemeinwohl-bilanz/bilanzbeispiele/>
- FaulknerNicholas, KaufmanStefan. (2017). Avoiding Theoretical Stagnation: a systematic review and framework for measuring Public Value. Institute of public administration Australia.
- FukumotoEriko, BozemanBarry. (2019). Public Values Theory: What Is Missing? *The American Review of Public Administration*, 49(6), 635-648.
- Gemeinwohl Deutschland. (2020). Public Value Atlas. Retrieved December 2020, from Public value contribution in 2020: [https://www.gemeinwohlatlas.de/en/atlas#/dims%255Bweights%255D%255Bbenefit%255D=0.25&dims%255Bweights%255D%255Bsocial\\_cohesion%255D=0.25&dims%255Bweights%255D%255Bquality\\_of\\_life%255D=0.25&dims%255Bweights%255D%255Bethics%255D=0.25&dims%255Bselected%255D=](https://www.gemeinwohlatlas.de/en/atlas#/dims%255Bweights%255D%255Bbenefit%255D=0.25&dims%255Bweights%255D%255Bsocial_cohesion%255D=0.25&dims%255Bweights%255D%255Bquality_of_life%255D=0.25&dims%255Bweights%255D%255Bethics%255D=0.25&dims%255Bselected%255D=)
- Global Reporting Initiative. (2018年7月1日). 社会に関するスタンダード. 参照日: 2020年6月, 参照先: GRI STANDARDS DOWNLOAD CENTER - 日本語版 (JAPANESE TRANSLATIONS): <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-japanese-translations-download-center/?g=8e6ba752-a994-425c-97f7-5a3fa24e153b>
- GRI. (2016). Materiality. Retrieved December 2020, from Section 1: Reporting Principles: <https://www.globalreporting.org/media/55yhvety/gri-101-foundation-2016.pdf#page=%2010>
- HM Treasury. (2019). the Public Value Framework : with supplementary guidance. HM Treasury.
- KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ. (2014). エグゼクティブ・サマリー. 参照日: 2020年12月, 参照先: 日本企業の統合報告書に関する調査 2014: [https://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2015/10/jaSurvey\\_of\\_Integrated\\_Reports\\_in\\_Japan2014.pdf](https://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2015/10/jaSurvey_of_Integrated_Reports_in_Japan2014.pdf)
- MeynhardtTimo. (2009). Public Value inside: What is Public Value Creation? *International Journal of Public Administration*, 32(3), 192-219.
- MeynhardtTimo. (2014). The Public Value Scorecard: what makes an organization valuable to society? EY "Performance".
- MeynhardtTimo, BäröAnne. (2019). Public value reporting: Adding value to (non-)financial reporting. 著:



- LindgreenAdam, Koenig-LewisNicole, KitchenerMartin, BrewerD.John, MooreH.Mark, MeynhardtTimo, Public Value: Deepening, Enriching, and Broadening the Theory and Practice. New York: Routledge.
- MeynhardtTimo, BartholomesSteffen. (2011). (De)Composing Public Value: In Search of Basic Dimensions and Common Ground. *International Public Management Journal*, 14, 284-308.
- MeynhardtTimo, JasinenkoAnna. (2020). Measuring pulic value: scale development and construct validation. *International Public Management Journal*, 1-28.
- MeynhardtTimo, GomezPeter, SchweizerT.Markus. (2014). The Public Value Scorecard: what makes an organization valuable to society?
- MooreH.Mark. (2012). Recognizing Public Value: developping a public value account and a public value scorecard.
- MooreMark. (1995). Creating Public Value: Stragic Management in Government.
- PeduzziPeter, ConcatoJohn, FeinsteinR.Alvan, HolfordR.Theodore. (1995). Importance of events per independent variable in proportional hazards regression analysis II. Accuracy and precision of regression estimates. *Jornal of Clinical Epidemiology*, 48(12), 1503-1510.
- RaupachSumiyaJorg. (2019年10月). Public Value を織り込む Public Corporate Governance の在り方 -ドイツ・シュタットベルケの事例研究からの考察副題-. 参照日:2020年6月, 参照先: 京都大学大学院 経済学研究科 再生可能エネルギー経済学講座: [https://www.econ.kyoto-u.ac.jp/renewable\\_energy/stage2/contents/page0179.html](https://www.econ.kyoto-u.ac.jp/renewable_energy/stage2/contents/page0179.html)
- RSAG. (2019). Die Wesentlichkeitsmatrix der RSAG 2019. 参照日:2020年12月, 参照先: GESCHÄFTS-UND NACHHALTIGKEITS BERICHT2018: [https://www.rsag.de/fileadmin/downloads/Nachhaltigkeit/RSAG\\_Nachhaltigkeitsbericht\\_2018\\_.pdf?1607573815422](https://www.rsag.de/fileadmin/downloads/Nachhaltigkeit/RSAG_Nachhaltigkeitsbericht_2018_.pdf?1607573815422)
- Tokyo Stock Exchange, Inc. (2012). A Handbook on Practical Issues for Independent Directors/Auditors. Tokyo Stock Exchange, Inc.
- エクレス G ロバート, クルス P マイケル. (2015). 統合報告の実際 —未来を拓くコーポレートコミュニケーション—. (北川哲雄, KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ, 訳) 東京都: 日本経済新聞出版社.
- 伊藤和憲. (2018). 管理会計の拡張と実務適応の課題. *管理会計学*, 第26巻(第2号), 19-29.
- 伊藤和憲. (2019). 統合報告書における結合性の検討. *専修商学論集*(108), 1-14.
- 伊藤和憲, 関谷浩行. (2016). インタングブルズと企業価値に関わる理論的モデルの構築. *会計学研究*, 第42号, 1-32.
- 伊藤和憲, 関谷浩行. (2017). インタングブルズによる企業価値への影響. *専修小学論集*, 105, 19-34.
- 伊藤和憲, 伊藤克容, 新村秀一, 櫻井通晴. (2011). レピュテーション・マネジメントに関する調査結果の分析 —実証研究による調査を主目的として—. *専修商学論集*(93), 15-40.
- 伊藤和憲, 関谷浩行, 櫻井通晴. (2014). コーポレート・レピュテーションと 企業価値・財務業績への影響 —世界から賞賛される企業になることを祈念して—. *会計学研究*(第40号), 1-31.
- 乙政佐吉, 梶原武久. (2009). バランス・スコアカード実践の決定要因に関する研究. *原価計算研究*,

Vol.30(No.2), 1-13.

- 加賀谷哲之. (2017年8月). ESG投資評価のための非財務情報活用の課題と展望. 月刊 資本市場, No.384, 26-34.
- 岩田弘尚. (2010). コーポレート・レピュテーションの測定とマネジメント. 管理会計学, 第18巻(第2号), 65-81.
- 経済産業省. (2017). 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス - ESG・非財務情報と無形資産投資 - (価値協創ガイダンス). 経済産業省.
- 松岡博幸, 富裕. (2015). 日本におけるコーポレート・ガバナンスの変化 —オリンパス事件及び独立役員に焦点を当てた企業システムの研究—. 福井工業大学研究紀要(第45号), 144-155.
- 西居豪. (2006). 非財務指標の戦略的適合度に関する実証分析. 原価計算研究, Vol.30(No.2), 53-62.
- 石田満恵. (2020年1月). CSVとアライアンス戦略 —企業と「非協力的」ステークホルダー間におけるアライアンス事例—. 横浜国際社会科学研究所, 第24巻(第3号), 29-52.
- 足立浩. (2015年3月). 管理会計における非財務情報の位置と意味 —会計的非財務情報と非会計的財務情報—. 日本福祉大学経済論集(第50号), 1-27.
- 太田行信. (2019). 株主至上主義からステークホルダー主義への転換 —会社の目的をめぐる論争と当たらない経営規範としてのESG—. 昭和女子大学現代ビジネス研究所 2019年度紀要.
- 田村俊夫. (2018). エンゲージメント革命は何処へ向かうのか —両コードの改訂と「対話ガイドライン」—. 一橋大学大学院, 経営管理研究科. 資本市場リサーチ (みずほ証券/日本投資環境研究所) 第48号.
- 田村俊夫. (2020). 株主主導の新ステークホルダー主義 —ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス—. 一橋大学大学院, 経営管理研究科. 資本市場リサーチ (みずほ証券/日本投資環境研究所) 第56号.
- 東洋経済オンライン. (2020年10月21日). 最新版「ESGに優れた企業」ランキング上位200 環境・社会・ガバナンスを重視する企業は? 参照日: 2020年12月, 参照先: 東洋経済オンライン: <https://toyokeizai.net/articles/-/381386>
- 東洋経済オンライン. (2020年4月11日). 最新版「好感度が高い企業」300社ランキング. 参照日: 2020年12月, 参照先: 東洋経済オンライン: <https://toyokeizai.net/articles/-/343139>
- 内山哲彦. (2015). 企業の社会性・人間性と企業価値創造 —統合報告と管理会計の役割—. 日本管理会計学会誌, 第23巻(第2号), 45-59.
- 日本取引所グループ. (2020年10月28日). 日本取引所グループ. 参照日: 2020年12月, 参照先: 独立役員の選任状況: <https://www.jpx.co.jp/listing/others/ind-executive/index.html>
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF). (2020年8月19日). 「2019年度 ESG活動報告」を刊行しました. 参照日: 2020年11月, 参照先: GPIF ESG投資: [https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF\\_ESGReport\\_FY2019\\_J.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf)
- 梅田充. (2018). インタナジブルズ・マネジメントにおける測定の役割. 専修マネジメント・ジャーナル, Vol.8(No.1), 55-66.
- 平松一夫. (1987). ASOBATにおける目的適合性概念の問題点. 商学論究, 第34巻(第4号), 103-115.
- 林順一. (2014). 日本企業のCSR情報開示の決定要因分析についての一考察 —どのような属性の企業がGRIガイドラインを適用した開示を行っているか—. 日本経営倫理学会誌(第21号), 235



-244.

櫻井通晴. (2010). 日本の経営者のレピュテーション・マネジメントに関する認識 —アンケート調査, ケース・スタディの結果をもとにして—. *Melco Journal of Management Accounting Research*, Vol.3, 3-16.