

統合報告導入の決定要因分析

——日経225採用銘柄を対象としたパイロット・テスト——

木 村 晃 久 大 森 明

1. はじめに

近年、会計のアカデミック領域においても、また、企業実務においても統合報告をめぐる議論が進展してきている。統合報告の指針を提供している国際統合報告協議会（International Integrated Reporting Council: IIRC）が公表した統合報告のフレームワーク（IIRC, 2013）によれば、統合報告は、「組織の外部環境を背景として、組織の戦略、ガバナンス、実績、および見通しが、どのように短、中、長期の価値創造を導くかについての簡潔なコミュニケーション」（IIRC, 2013, par. 1.1）と定義されている。そして、財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本および自然資本という6つの資本に着目し、それらの資本が、どのように対象企業のビジネス・モデルの構築に関係し、そして、それを通じた価値創造に寄与するかという点を、主として投資家等の財務資本提供者に説明することに主眼が置かれている。

IIRCが2011年にディスカッション・ペーパーを公表して以降、統合報告を行う企業は国内外において増大してきている。南アフリカでは2010年からヨハネスブルグ証券取引所に上場する企業に対して統合報告を義務付けた一方、多くの諸国では統合報告書の作成・公表は企業による自主的な取り組みとなっている。KPMGの調査¹によれば、日本は、オランダやスペインと並んで統合報告を行う企業が比較的多い部類に入る（KPMG, 2015）。

統合報告書の企業による公表に比例するかのように、統合報告を取り上げた研究が、財務会計、サステナビリティ会計そして管理会計の各領域から行われるようになってきた（大鹿, 2015; Yagi *et al.*, 2016）。統合報告の重要性がIIRCから主張されるようになった背景としては、従来の財務報告では企業価値の多くを説明できないという状況を踏まえて（IIRC, 2011）、環境、社会およびガバナンスといった非財務情報が企業価値の創出（または喪失）につながっているとの認識が高まったことに起因する。そのため、統合報告に関する研究が財務会計研究者の関心を集めるようになってきたといえよう。

サステナビリティ会計の領域からは、IIRC(2011)におけるマルチステークホルダー志向からIIRC(2013)における投資家志向へ、統合報告の主たる情報利用者が転換したことを契機として

¹ KPMG (2015) では、売上高上位250社と45か国の売上高上位各100社を対象とした調査を行っており、統合報告書を公表している企業数を国別にみると、統合報告が義務付けられている南アフリカの91社が最も多く、次いでオランダとスペインが各27社、そして日本が21社となっている。

(例えば, Flower, 2015; 向山, 2015など), 統合報告におけるサステナビリティ情報の在り方について研究が行われている傾向にあると捉えられる。また, 管理会計領域からの統合報告研究は, 統合報告が, 6つの資本を活用した価値創出に向けたビジネス・モデルの開示を促すものであることから, 組織内部でどのようにビジネス・モデルを構築するかということを論点としている(例えば, 伊藤, 2014; 日本会計研究学会スタディ・グループ, 2016など)。

以上のように統合報告研究は多様な展開をみせており, すでに多くの研究成果が国内外を問わずに公表されるようになり, Huang and Watson (2015)やDumay, *et al.* (2016)のような統合報告研究のレビュー論文も公表されている。これらのレビュー論文からも明らかになっているように, 統合報告書が作成・公表されるようになってからまだ数年しか経過していないこともあり, 多くの研究は, 理論研究, 事例研究および内容分析等の定性的研究が主体となっている。そのため, まだ統合報告を対象とした実証研究は相対的に少ない状況にある。

それでも, 上述したように南アフリカではすでに100社を超える企業による統合報告事例が累積し始めており, 日本をはじめ諸外国の企業においても, 自主的な統合報告書の公表実務が展開し始めている。日本では, 2016年9月末現在において「統合報告書²」を公表している企業は252社に上っており, 2011年に34社であったことを考慮すると急増している傾向が明らかになっている(企業価値レポーティング・ラボ, 2016a)。これだけの統合報告実務が蓄積されてきているが, どのような企業が統合報告書を作成・公表しているかということについての実証的な結果は特に日本においてはまだ明らかにされていない状況にある。そこで本稿では, 日本における統合報告書作成企業の決定要因を実証分析によって明らかにし, 統合報告の日本における展開状況を明らかにし, 今後の課題を提示する。

また, 上述したIIRC(2013)による統合報告の定義は比較的広範であることから, その解釈は多岐にわたる。そのため, GRI(2013)が指摘するように, 様々な「自己宣言型」(Self-declared)のIRが出現するようになっている。日本は, その傾向が特に強いと考えられることから(大鹿, 2015; Metoki and Omori, 2015), 本稿では, 日本企業による統合報告書を, 自己宣言型の「形式的」統合報告書とIIRCのフレームワークに基づく「実質的」統合報告書に識別した上で, 両者の違いがIR作成・公表の決定要因にどのような違いをもたらしているかについても併せて検証する。

本稿の構成は以下の通りである。まず, 第2節では, 自主的な統合報告書の開示に先立って進展してきたサステナビリティ報告書(または情報)を用いた実証研究を主としてレビュー論文を用いて概観した後, 統合報告書を対象とする実証研究のレビューを行う。当レビューを踏まえ, 第3節では, 仮説の導出を行うとともに検証モデルを提示する。第4節で, 本研究において用いるサンプル抽出方法と記述統計量を示したのち, つづく第5節では, 第3節で構築した検証モデルを用いた実証分析結果を示す。第6節では, 統合報告書の質を加味した追加検証を行った結果とその解釈を述べ, 第7節においてまとめと今後の課題を述べる。

² 企業価値レポーティング・ラボでは, 「編集方針等において, 統合レポートであることや財務・非財務情報を包括的に記載している等の統合報告を意識したと思われる表現があるレポート」(企業価値レポーティング・ラボ, 2016b)を「国内自己表明型統合レポート」と規定して情報収集し, ウェブサイト(URL: <http://cvrl-net.com/archive/index.html>)にて公開している。なお, 本研究におけるサンプルセクションで使用した「ESGコミュニケーションフォーラム」における調査は, 上記の企業価値レポーティング・ラボによる調査に引き継がれている。

2. 先行研究

統合報告書は、南アフリカを除き、企業による自主的な情報開示の取り組みとして捉えられることから、本節ではまず、企業が自主的な開示を行う決定要因を分析した先行研究を中心に引き上げる。特に、統合報告は、環境情報や社会的責任情報等の非財務情報を中心としたサステナビリティ情報の企業価値評価への役立ちの重要性が主張される背景を踏まえ（例えば、IIRC, 2011; 広瀬, 2011）、本節では、サステナビリティ報告書等の自主的な開示に焦点を当てた先行研究を引き上げる。そののちに、近年増えつつある統合報告書を用いた実証分析の先行研究を引き上げ、本研究の意義を明らかにする。

2.1 サステナビリティ情報の自主的な情報に関する先行研究レビュー

環境会計や社会責任会計、すなわちサステナビリティ会計の研究は、1970年代以降を一つのボリュームゾーンとし、その後、環境会計については1990年代から、そしてより広範なサステナビリティ会計などについては、2000年代以降から再び研究が増大するようになってきた。当初、サステナビリティ会計においては、理論研究や会計モデルの提案が主体であったが、近年では、企業が開示している環境情報や社会的責任情報を用いて実証分析を行う研究も増大してきた。

このような状況において、サステナビリティ会計（報告を含む）に関するレビュー論文が多く発表されてきている。代表的なものとして、Adams (2002), Lee and Hutchinson (2005)、およびFifka (2013)によるレビューをあげることができる。ここでは、統合報告を対象とした先行研究レビューを行うに先立ち、上述のレビュー論文を用いて、サステナビリティ情報の自主的な開示に関する実証研究についての研究動向を明らかにする。

Adams (2002)における先行研究レビューでは、サステナビリティ報告の決定要因として(1)企業の特徴、(2)一般的状況要因および(3)内部要因の3つに類型化している。(1)企業の特徴は、企業規模、業種、財務業績、株価等が、(2)一般的状況要因は、国の特性、公表時期、事件・事故、メディア圧力、ステークホルダー圧力、および社会的、政治的、文化的および経済的状況が、そして、(3)内部要因としては、取締役の属性や社会報告委員会の設置などが変数として取り上げられる傾向にあるとしている。そして(3)の領域の研究が少ないことに着目し、インタビュー調査を通じてサステナビリティ情報開示の内部的要因を明らかにしている。自主的な開示であるサステナビリティ報告が行われ始めた1990年代初頭において企業属性をサステナビリティ報告の決定要因の変数とする研究が多く行われてきたが、サステナビリティ報告が国際的に普及し始めた1990年代後半から2000年代初頭にかけては、企業を取り巻く外部要因である一般的状況要因をサステナビリティ報告の決定要因として分析が行われるようになったと捉えられる。したがって、サステナビリティ報告に対するこれらの研究に関しては、先行研究の年代順に(1)⇒(2)⇒(3)と研究が深化してきていると捉えられる。

次にLee and Hutchinson (2005)の研究では、サステナビリティ情報のうち特に環境情報の開示に関する研究のみをレビューしているが、彼らはVerrecchia (2001)に示された情報開示研究のフレームワークにもとづき、自主的な開示を行う場合の決定要因（ここでは、決定要因として、開示するかどうか、何を開示するか、いつ開示するか、どこで開示するか、どのくらい開示するか）の5つの要素を識別している）として、社会的要因、企業要因および個別要因の3つを識別している。社会的要因として、法規制、組織正統性、公衆の組織に対する圧力およびメディ

ア報道が、企業要因として、組織特性（所有構造、企業規模、企業リスク、業種および収益性）および環境コストとベネフィットが、そして、個別要因として、企業が活動する国の文化的要因と企業理念などの企業の態度が、先行研究に基づいて識別されている。このレビュー論文からは、組織による自主的情報開示の決定要因について、3種類の要素が複合的に効いている傾向が明らかとなっている。

Fifka (2013)によるサステナビリティ報告に関するレビューでは、サステナビリティ報告の決定要因を分析する186の実証研究を取り上げ、それらの決定要因を内部的要因と外部的要因に分類するとともに、サンプル企業の属する国と地域別の特性を明らかにしている。内部的要因としては、企業規模、業種、財務業績、サステナビリティ業績および管理者の態度が、また、外部的要因としては、国・地域特性、ステークホルダーの関心およびメディア圧力が変数として取り上げられている。この研究によれば、決定要因として使用される割合は、業種（44%）と企業規模（40%）が多く、次いで財務業績（25%）と国・地域の特性（23%）となっており、他の要因はいずれも10%前後かそれ以下の割合となっている。特に業種と企業規模については、サステナビリティ情報開示とはプラスの関係を有している傾向が高いことが明らかにされている一方、財務業績については相対的に統計的な関係性が明らかになっている研究は少ないことが示されている。

以上のレビュー論文をベースに考えると、自主的情報開示の研究においては、サステナビリティ情報の自主的情報開示を行う決定要因を明らかにするために、主としてグローバル大企業を取り上げたケーススペースやインタビュー等による研究が、そしてサステナビリティ情報が蓄積されてくると、詳細な実証研究が行われるようになった傾向が明らかになっている。本稿の研究対象である統合報告書については、漸く実証分析するのに必要な量の統合報告書が蓄積され始めたところであることを踏まえると、まずは、実証分析の初期段階においては、その開示に至る決定要因を明らかにする必要性が高いといえよう。

2.2 日本企業のサステナビリティ情報の自主的情報に関する先行研究レビュー

前節におけるサステナビリティ情報の自主的情報開示に対する先行研究の動向を踏まえ、ここでは日本企業を対象とした研究動向をみてみよう。ただし、本稿は日本企業を対象とした実証分析を行うため、実証分析を行っている先行研究を取り上げる。

日本企業を対象とした実証分析では、企業が環境会計情報を開示ようになった2000年代初頭に出現し始めた。石川・向山（2003）は、日経環境経営度調査におけるランキングを用いて、株価との関係を分析し、その結果、環境情報開示と当該ランキングが公表される12月の株価との間にプラスの関係があることが明らかになっている。類似の研究としては、石川・小菅（2005）が挙げられるが、そこでは、227社の環境報告書のうち環境会計情報が記載されている製造業を分析対象とし、環境会計情報が、価値関連性を有しているか、および、現在の株価に反映されているかを分析している。それによれば、金額による環境会計情報の価値関連性については統計的に有意ではなく、また、環境コスト情報も株価に反映されていなかった一方、環境保全対策に係る経済効果が大きい企業ほど株価が高くなり、また、物量情報である水使用量が大きい企業ほど株価が低くなることが明らかになっている。

また、石川・向山（2003）と同様に、日経環境経営度調査における総合ランキングを用いて、株価との関係を分析した研究としてTakeda and Tomozawa (2006)とNakao *et al.* (2007)があ

る。前者の研究では当該ランキング上位30位と株価との間には有意な関連性は見出されなかったが、後者の研究によれば、当該ランキングの高い企業を環境パフォーマンスの高い企業と捉え、そのような企業は財務業績も高いことが明らかとなっている。

つぎに、株価以外との関係を分析した実証研究では、資本コストと環境情報開示の関係を分析した朴（2004）や中條（2006）が挙げられる。朴（2004）では、日経環境経営度調査におけるランキング掲載企業からサンプルを抽出し、環境会計情報と日経環境経営度調査の各項目を説明変数として資本コストの低減効果をみているが、多くの環境報告書が公表される9月末時点で資本コストの変動が有意にマイナスという結果が得られている。中條（2006）は朴の研究をより深化させたものと捉えられるが、そこでは、日経環境経営度調査の情報開示項目のスコアと資本コストとの間には有意な関係性は見出されなかった一方、一部の企業においてのみ資本コストとの関係が見出された。また環境会計情報の開示については、環境損傷対応コストと資本コストが有意にプラスの、また、事業エリア内の環境保全効果と資本コストが有意にマイナスの関係にあることが明らかにされた。

環境情報開示の実証研究であるStanwick and Stanwick（2006）は、日本企業30社を取り上げて1997年と2005年の環境情報の比較を行っている。市場との関係ではなく、二時点間で環境情報が充実してきているかどうかを主題にしており、日本企業の環境報告の進歩が顕著であることが明らかになっている。

日本企業を対象とする最近の環境情報開示に関する実証研究としては、阪・大鹿（2011）、西谷（2014）およびBurritt *et al.*（2016）がある。阪・大鹿（2011）は、温暖化対策推進法による事業所別温室効果ガス排出量を報告している上場企業およびCDP³が企業に送付した質問状に回答した150社を対象として分析を行い、①企業のCO₂排出量が株式時価総額に対してマイナスの影響を有する、②CO₂関連情報開示はそのマイナスの影響を緩和する、および③CO₂排出量が増加（減少）した企業の株価リターンは低い（高い）、のいずれの仮説も支持する結果を得ている。

また、西谷（2014）では、環境情報開示の役割に着目し、東証・大証に上場している製造業505社を対象に、環境への取り組みが進んでいる企業ほど積極的に情報開示していることと、積極的に環境情報を開示している企業ほど株主価値が高いことを明らかにしている。その上で、環境への取り組みが進んでいる企業ほど株主価値が高いという直接的な影響が観察されなかったことを踏まえ、企業の環境への取り組みは環境情報開示を通して間接的にのみ株主価値にプラスの影響を与えることを確認している。

Burritt *et al.*（2016）は、環境情報のうちの水情報開示に焦点を当て、ステークホルダー理論をベースとして日経平均225銘柄を対象とした開示要因分析を行っている。それによれば、企業規模、業種特性および所有構造は水情報開示と有意に関連していたが、メディア報道、収益性および複数国での上場に有意差はなかったと結論付けられている。

近年の研究では、環境情報開示全般について言えば、実証する仮説が精緻化され、また、分析する情報も、CO₂の排出量や水といった特定の環境情報を分析対象とする方向へと展開してきていることが分かる。

³ CDP（Carbon Disclosure Project）は、企業、都市、国家および地域が自己の環境影響を管理するための、そして、投資家や顧客が自己の財務的意思決定に使用するための環境情報にアクセスするための、グローバルな情報開示システムである。気候変動、水の稀少性および森林破壊を主要な課題として取り組んでおり、企業等に対して質問票を郵送し、これらの主要課題に関わる情報を広く社会に開示する取り組みを行っている。以上、CDP（2016）参照。

日本企業を対象とした実証研究については、環境情報だけでなくサステナビリティ情報開示を取り上げているものも散見されるようになった。首藤・竹原(2007)では、パブリックリソースセンターが上場企業を対象に実施している「企業の社会性に関する調査」への回答企業をサステナビリティ活動に積極的な企業、非回答企業を消極的な企業として2グループに分け、組織内部のガバナンス、外部からのガバナンスおよび社会貢献という3つの軸から実証分析を行った。それによれば、規模や業種特性をコントロールしてもなお、サステナビリティ活動に多面的にかつ積極的に取り組んでいる企業の財務業績が相対的に高いことを明らかにしている。その中でサステナビリティ情報開示については、外部からのガバナンスを構成する一要素として分析されており、開示される内容によっては、株式市場の評価と関連していることを明らかにしている。

サステナビリティ情報開示の決定要因を分析した研究としては、Tanimoto and Suzuki(2005)と林(2014a)がある。前者の研究は、日本企業の売上高上位300社を取り上げ、GRIに従ったサステナビリティ報告書を開示しているのは、企業規模が大きく、特定の産業(製造業、自然資源関連業、エネルギー産業)に属し、外国人株式保有比率が高く、そして、海外売上高の高い企業であることを明らかにしている。林(2014a)はTanimoto and Suzuki(2005)の研究をベースとして行われているが、日経平均225銘柄のうち金融・保険業を除く201社を対象に、外国人株式保有比率とGRI開示との間には有意差がみられなかった点、および、収益性と成長性がコントロール変数に入れられ、それらがともに有意にマイナスであることが確認されている。

以上の研究から、日本企業を対象としたサステナビリティ情報の実証分析については、その多くは環境情報であるが近年はCSR情報に拡大してきたこと、および、市場は一定程度、環境情報等のサステナビリティ情報を意思決定に活用している傾向にあることが明らかにされたといえる。一方、前節で取り上げたように、欧米の研究において盛んな決定要因の分析はそれほど多く行われていないことが明らかになったといえる。

2.3 統合報告の実証分析の先行研究レビュー

Dumey *et al.* (2016)では、権威ある国際会議のプロシーディングとトップジャーナルを対象として統合報告に関する56の文献を収集し(期間は2011年1月～2015年3月公表分)、分析を行った。それによれば、先行研究が採用する研究方法は多い順に規範的研究(20件)、ケース・インタビュー・フィールド研究(14件)、サーベイ・質問調査・その他実証分析(14件)および内容分析・歴史的研究(8件)となっている。実証分析は、調査対象の後半、すなわち2013年から増えてきており、それは、南アフリカにおける統合報告書の義務化をはじめ、世界各国において統合報告が実践され始め、サンプルを収集できるようになってきたことと関係があると推察される。そこで本項では、統合報告に関わる実証分析の先行研究を分析し、それらの内容を整理するとともに、本研究の意義に結び付けることにしたい。

まず、統合報告書を自主的に作成する企業の決定要因を分析した研究を取り上げる。2012年以降、この種の実証分析は多く見られるようになった。Frias-Aceituno *et al.* (2012), (2013), (2014)は、Fortune Global 2000を対象とした統合報告書の一連の国際比較研究であり、順に、取締役会の特質、企業の所在する国の法制度および業界の競争度により、統合報告書作成に有意差があるかどうかを検証している。Frias-Aceituno *et al.* (2012)では、取締役会の規模、および女性比率が統合報告書作成と有意にプラスの関係にあることが確認された。Frias-Aceituno

et al. (2013)では、大陸法諸国と法規制の厳密な運用をしている国において統合報告書が有意にプラスの関係にあることが明らかになっている。また、Frias-Aceituno *et al.* (2014)では、競争が激しい産業集中度の高い企業ほど統合報告書を作成する傾向にあることが明らかになっていると同時に、GRI順守レベルの高い企業ほど統合報告書を作成していることも実証されている。

Frias-Aceituno *et al.* (2013)と類似する研究として、Jensen and Berg (2012)とGarcía-Sánchez *et al.* (2013)があげられる。前者の研究では、GRIデータベースからサステナビリティ報告書と統合報告書（これについてはさらに事例研究等から追加でサンプルを収集）を対象として、国レベルの制度の違いにより、企業が統合報告を選択するかサステナビリティ報告書を選択するかの要因を明らかにしている。また、後者の研究では、Fortune 2000リストの統合報告書を対象として、Hofstedeによる文化要因データベース（Geert Hofstede Cultural Dimensions）における各要因が統合報告書作成の決定要因になるかを検証している。その結果、全体主義とフェミニズムの傾向が強い国の企業ほど統合報告書の作成を行っていることが明らかとなっている。この研究と同様にVaz *et al.* (2016)も文化的要因をHofstedeの文化要因を用いて統合報告書作成の有無に関する実証分析を行っているが、全体主義については有意にプラスであったものの、他の文化要因については統合報告書作成に影響を及ぼしていない結果となり、García-Sánchez *et al.* (2013)と異なった結果を示している。

統合報告書が国際的に作成されるようになってくるにつれ、実証分析も個別の論点に焦点を当てた形へと展開している。Fasan and Mio (2016)はIIRCのフレームワークにおけるキー概念であるマテリアリティに着目し、その開示の決定要因として取締役会の特徴が有意にプラスであることを明らかにしており、Sierra-Garcia *et al.* (2015)は、サステナビリティ報告書に対する保証が統合報告書の決定に影響していることを確認している。また、Stacchezzini *et al.* (2016)では、統合報告書の内容分析を行い、統合報告書の作成が情報利用者の企業イメージマネジメントに利用されていることを明らかにしている。さらに、環境、社会およびガバナンスの外部スコアが、統合報告書作成に有意にプラスであることを明らかにした研究（Lai *et al.*, 2016）や、情報利用者の特質に着目し、統合報告書が短期的な投資家よりも長期指向の投資家にとって利用されていることを明らかにした研究も存在する（Serfeim, 2015）。

以上は自主的開示の統合報告書を分析対象としたものであり、いずれのサンプルも国際比較を目的としたグローバル企業となっているところに特徴がある。既述したように南アフリカにおいて統合報告書が義務付けられたことを受け、以下に示したように南アフリカ企業を対象とした実証研究が展開している。

Baboukardos and Rimmel (2016)では、南アフリカの上場企業において、統合報告書の強制適用以後、利益の評価係数が急激に上昇するとともに、純資産の価値関連性の低下が観察されている。Barth *et al.* (2016)では、Earnst and YoungのIR Qualityデータベースを用い、このスコアと企業価値および期待将来キャッシュフローとの間にプラスの関係があることを確認している。このように、統合報告書の義務付けによって、投資家が当該情報を利用している傾向にあることが明らかになる研究がある一方で、Rensburg and Botha (2014)のように、統合報告書はアニュアル・レポートの追加的情報源に過ぎず、依然として後者が投資家にとって支配的な情報源となっていることを明らかにしている研究もある。

以上みてきた先行研究においては、大半が国際的なサンプルを用いて分析を行っており、特定の国を対象とした研究は南アフリカに特化している。また、いずれの実証研究においても、

企業規模、収益性および成長性が、統合報告書作成の決定要因になっているのかも併せて検証されており、それによれば、企業規模と成長性は統合報告書作成に有意にプラスであることが確認されている研究が大半を占める一方、収益性要因については、10%水準で有意性が認められたFrias-Aceituno *et al.* (2013)とGarcía-Sánchez *et al.* (2013)を除き、多くは関係が認められていない。ただし、阪 (2015) におけるCorporateRegister.com掲載の国際的企業の統合報告書をサンプルとした研究では、統合報告書を作成していない企業と作成している企業との間には、企業規模と収益性が有意にプラスとなる結果が得られている。

統合報告書を対象とした上記の先行研究から、個別企業の統合報告書のサンプルを十分に集めることができる南アフリカを除き、国別の統合報告に関する実証分析はあまり見受けられなかった。統合報告書の作成要因を明らかにする研究からは、企業規模、業種および収益性といった企業特性要因の研究が普遍的に行われるようになってきていることに加え、ガバナンス構造、文化要因、法制度要因など、国際比較ならではの国別の特性を説明変数として用いる研究が多くなってきているといえる。

本稿における分析対象である日本企業についてみると、まず日本における統合報告書に関わる実証分析の出発点として、加賀谷 (2012) による非財務情報の投資家にとっての重要性を明らかにした研究をあげることができる。これによれば、日本企業の従来の財務情報の価値関連性は、近年にかけて暫時低下する傾向にあることが明らかになっている。また、日本企業の統合報告書を用いた実証分析として林 (2014b) があるが、そこでは、機関投資家の持株比率、企業規模および業種が統合報告書作成に有意な関係をもつことが確認されている。しかし、統合報告はまだ日本では緒に就いたばかりであり、かつ、日本は「自己宣言型」と称されるように財務報告部分と社会・環境報告部分を結合させた一報告書型 (Combined report) となっている傾向が強いといわれる。また、上述の先行研究分析によれば、報告内容の質を加味した研究は、特殊なデータベースを入手できたBarth *et al.* (2016)とSerafeim (2015)に限られており、報告の有無だけではなく、一定程度の質も考慮した研究も必要と考えられる。そこで、今回の実証分析では、形式的な統合報告と、IIRCのフレームワークを意識して6つの資本がどのように企業価値の創造に結び付いているかを考慮した形の実質的な統合報告の二つに分けて追加的な検証も行う。前者と後者とでは、統合報告書作成の決定要因が異なる可能性があると考えられるからである。

3. 仮説と検証モデル

企業価値評価に関する標準的なテキストをみれば明らかなように、投資家は、企業価値評価の際、企業の「収益性」「成長性」「リスク」に関心を持つ。高い収益性は企業間競争によって平均回帰する傾向がある (例えば、日本企業を対象として検証したものとして、大日方, 2013を参照) ことが知られているが、平均回帰のスピードは企業ごとに異なるはずである。とくに、高い収益性を持ち、かつ、その収益性を長期間維持できる企業は、投資家に対してその収益性が維持できることを伝達しない限り、不当に低い評価を受ける可能性がある。サステナビリティ報告書および統合報告書の公表の決定要因を分析している先行研究においては、Stacchezzini *et al.* (2016)のように、自社の収益性の低さから目をそらすために目新しい統合報告書を公表しているかどうかを検証しているものもあるが、多くは、収益性の高さ与此らの報告書の自主

的開示との関係が分析されている。Frias-Aceituno, *et al.* (2014) などは、収益性をこれら自主的な報告書開示の説明変数として位置づけるほか、Frias-Aceituno, *et al.* (2013) やLai *et al.* (2016) など多くの研究では収益性はコントロール変数として取り入れられており、これらは収益性が高いほど自主的開示を行うかどうかを検証している。そこで、本稿では以下のような仮説を設定する。

【仮説1】

高い収益性を持つ企業は、そうではない企業に比べ、統合報告を導入する傾向が強い。

つぎに、企業価値は将来キャッシュ・フローの割引現在価値によって決まるが、成長企業は成熟企業に比べ、過去の財務諸表情報が将来キャッシュ・フローの予測に寄与する割合は低い傾向にある。つまり、成長企業の将来予測には、追加的な情報が必要となる。投資家は、情報が不足している場合、割引評価によって自らを保護するから、成長企業の経営者は、割引評価されないよう、追加的な情報を統合報告によって提供する強いインセンティブを持つはずである。先行研究では、成長性に関して上記とは逆に、成長性が高い企業はすでに投資家から高い評価を得ているために統合報告書を開示する必要が低いため、成長性の高さと統合報告書の開示有無はマイナスの関係になることを検証しているものもある（例えば、林, 2014; Serafeim, 2015）。しかし多くの先行研究では、高い成長性を有する企業に存在する情報の非対称性を解消するために投資家に対してより多くの情報を開示すると考えられることから、成長性を自主的開示の要因として検証することが多い（Prado-Lorenzo *et al.*, 2009; Prado-Lorenzo and García-Sánchez, 2010; Frias-Aceituno, *et al.*, 2012, 2013）。そこで、本稿では以下のような仮説を設定する。

【仮説2】

高い成長性を持つ企業は、そうではない企業に比べ、統合報告を導入する傾向が強い。

最後に、リスクが高い企業は、企業価値評価の際、割引率が高く設定されるため、それだけ企業価値の評価は低くなる。高リスク企業の経営者は、割引評価されないよう、追加的な情報を統合報告によって提供する強いインセンティブを持つはずである。先行研究においてもこのような考えから、リスクの代理変数として市場ベータやボラティリティを用いて自主的開示との検証を行っている（Cormier, *et al.*, 2004; Serafeim, 2015）。そこで、本稿では以下のような仮説を設定する。

【仮説3】

高いリスクを持つ企業は、そうではない企業に比べ、統合報告を導入する傾向が強い。

本稿では、収益性の変数としてROEを、成長性の変数として売上高成長率と簿価時価比率を、リスクの変数としてFama and French (1993)をもとに、市場ベータ、企業規模、簿価時価比率の3つを用いる。市場ベータが大きいほど、企業規模が小さいほど、簿価時価比率が高いほど、リスクが高いとされる。なお、多くの先行研究では、収益性の変数としてROAを用いているも

の、本稿では投資家の企業価値評価に資する情報提供を問題としているから、投資家、つまり株主にとっての総合的な収益性を意味するROEを収益性の変数として用いることにした。また、先行研究 (Prado-Lorenzo and García-Sánchez, 2010; Frías-Aceituno, *et al.*, 2012, 2013, 2014) では、簿価時価比率が成長性の代理変数として用いられている。簿価時価比率が低いほど、会計上記録されていない、つまり将来企業が獲得すると見込まれる価値が大きいことを意味するから、それだけ成長性が高いといえる。ただし、この成長性はあくまでも市場による見込みであり、また、簿価時価比率はリスクの変数でもあるため、本稿では、会計数値で測ることのできる成長性として、売上高成長率を変数に加えることにした。ROEと売上高成長率については、異常値となる可能性を考慮して、単年度の数値のほか、過去5年間の平均値を用いた検証も行う。

なお、規模が大きい企業については、人的資源や金銭的資源など、統合報告を導入する上で、資源的余裕があるものと考えられる。多くの先行研究 (Prado-Lorenzo, *et al.*, 2009; Prado-Lorenzo and García-Sánchez, 2010; Frías-Aceituno, *et al.*, 2012, 2013, 2014; García-Sánchez, *et al.*, 2013; Hahn and Kühnen, 2013; Serafeim, 2015; Sierra-García, *et al.*, 2015; Fasan and Mio, 2016; Vaz *et al.*, 2016など) において、企業規模が自主的情報開示の決定要因であることを示唆する結果が得られている。よって、企業規模については、仮説3とは逆の符号となる、以下のような仮説を同時に検証することになる。

[仮説4]

統合報告を導入するだけの資源的余裕のある規模の大きな企業は、そうではない企業に比べ、統合報告を導入する傾向が強い。

これらの仮説を検証するため、本稿ではつぎのようなロジット・モデルを用いる。

[モデル1]

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 SG_{it} + \alpha_3 BETA_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

ここで、 IR は統合報告を導入している場合1、その他を0とするダミー変数、 ROE は単年度のROEまたは過去5年間のROE平均、 SG は単年度の売上高成長率または過去5年間の売上高成長率平均、 $BETA$ は市場ベータ、 $SIZE$ は企業規模、 BTM は簿価時価比率である。ROEは当期純利益を前期末自己資本で除して算定し、売上高成長率は当期売上高を前期売上高で除して算定している。市場ベータは過去60カ月間のTOPIXと個別企業の月次リターンを用いて算出し、企業規模には株式時価総額の自然対数を用いる。簿価時価比率は自己資本を株式時価総額で除して算定している。

4. サンプル

本研究で検証対象とするのは、日経225採用銘柄（金融業を除く）のうち、2014年3月末日決算（12か月決算）企業である。仮説の検証に必要な変数を作成するため、過去60カ月間の月次リターンデータと、2009年から2014年までの6期間の連結財務データ⁴が連続して入手できない

⁴ 連結財務諸表を作成・開示していない企業については、個別財務データを収集している。

ものは、サンプルから除外される。なお、月次リターンデータについては、株式会社金融データソリューションズの『日本上場株式月次リターンデータ』から、財務データは日本経済新聞デジタルメディアの『日経財務データ（DVD版）』から収集している。結果として、検証対象となるサンプル数は169社となった。

統合報告の導入の有無に関しては、まず、日本の特性ともいえる「自己宣言型」を含めた統合報告書を作成・公表しているか否かについて、ESGコミュニケーション・フォーラムによる「国内統合レポート発行企業リスク2014年版」（ESGコミュニケーション・フォーラム、2014）を用いて判定したのち、そこから日経225採用銘柄の企業を選択した。結果として、169社のうち51社（約30%）が統合報告を導入していると判定された。

サンプルの記述統計量は表1に示している。

表1 サンプルの記述統計量

		ROE	ROE_Mean	SG	SG_Mean	BETA	SIZE	BTM
IR=0	Mean	0.0898	0.0494	1.0980	1.0134	1.1215	26.9641	0.9115
	S.D.	0.0809	0.0671	0.0888	0.0413	0.3761	1.2223	0.3959
	Min	-0.1216	-0.2858	0.8553	0.8791	0.2715	24.2160	0.2145
	25%	0.0489	0.0230	1.0391	0.9892	0.8826	26.1975	0.6010
	Median	0.0750	0.0576	1.0923	1.0112	1.1434	26.8920	0.8589
	75%	0.1044	0.0836	1.1444	1.0412	1.3681	27.7563	1.1716
	Max	0.4879	0.2790	1.3813	1.1281	1.9047	30.5470	2.3254
	N	118	118	118	118	118	118	118
IR=1	Mean	0.0843	0.0706	1.1288	1.0341	1.0255	27.3273	0.9513
	S.D.	0.0877	0.0688	0.1582	0.0508	0.3321	1.0136	0.4430
	Min	-0.2516	-0.0691	0.8418	0.9393	0.3468	25.3033	0.2109
	25%	0.0491	0.0403	1.0733	1.0038	0.7341	26.7694	0.6231
	Median	0.0797	0.0579	1.1135	1.0277	0.9955	27.3078	0.8450
	75%	0.1164	0.1058	1.1638	1.0534	1.3393	27.9055	1.1933
	Max	0.3470	0.3786	2.0817	1.2537	1.6453	29.8578	2.3224
	N	51	51	51	51	51	51	51
All	Mean	0.0882	0.0558	1.1073	1.0196	1.0925	27.0737	0.9235
	S.D.	0.0828	0.0681	0.1146	0.0453	0.3651	1.1723	0.4098
	Min	-0.2516	-0.2858	0.8418	0.8791	0.2715	24.2160	0.2109
	25%	0.0491	0.0265	1.0427	0.9945	0.8168	26.2513	0.6116
	Median	0.0774	0.0579	1.0970	1.0147	1.1249	27.0017	0.8548
	75%	0.1112	0.0889	1.1533	1.0464	1.3411	27.8155	1.1716
	Max	0.4879	0.3786	2.0817	1.2537	1.9047	30.5470	2.3254
	N	169	169	169	169	169	169	169

表1をみると、2014年のROEは、平均値でみると統合報告を導入していない企業の方が高いが、メディアンでみると、統合報告を導入している企業の方が高い。過去5年間の平均ROEは、平均値でみると統合報告を導入している企業の方が高いが、メディアンではほとんど差がない。収益性と統合報告の導入傾向の関係については、ここからは明らかにならない。売上高成長率については、2014年と過去5年間の平均の双方について、統合報告を導入している企業の方が高い。これは、成長性に関する仮説2と整合的である。市場ベータは統合報告を導入していない企業の方が高く、企業規模は統合報告を導入している企業の方が高い。これらはリスクに関

する仮説3とは整合せず、企業規模については資源的余裕に関する仮説4と整合的である。なお、簿価時価比率については、平均値でみると統合報告を導入している企業の方が高いが、メディアンでみると、逆に統合報告を導入していない企業の方が高いため、簿価時価比率で測った成長性やリスクと統合報告の導入傾向の関係については、明らかにならない。

変数間の相関マトリックスは表2に示している。なお、表2の左下欄はピアソンの積率相関係数であり、右上欄はスピアマンの順位相関係数である。

表2 相関マトリックス

	IR	ROE	ROE_Mean	SG	SG_Mean	BETA	SIZE	BTM
IR		0.044	0.107	0.115	0.188	-0.113	0.152	0.029
ROE	-0.031		0.566	0.196	0.224	-0.093	0.391	-0.465
ROE_Mean	0.143	0.361		-0.019	0.218	-0.400	0.394	-0.336
SG	0.124	0.304	0.238		0.503	0.192	0.221	-0.021
SG_Mean	0.210	0.166	0.274	0.549		-0.063	0.241	-0.159
BETA	-0.121	0.041	-0.368	0.109	-0.036		-0.210	0.100
SIZE	0.143	0.296	0.356	0.251	0.231	-0.219		-0.331
BTM	0.045	-0.294	-0.344	-0.106	-0.173	0.115	-0.305	

表2をみると、説明変数間で絶対値でみて0.3から0.4程度の相関係数が報告されているものが複数存在することから、企業の収益性、成長性、リスクは相互に関連していることがわかる。少なくとも、多重共線性が問題となるような変数間の相関関係は、ここでは観察されなかった。

5. 検証結果

ここではまず、モデル1の検証結果を示す前に、各説明変数につき、統合報告の有無によって平均値またはメディアンが統計的に有意に異なるか否かを確認するため、t検定とマン・ホイットニーのU検定の結果を示す。これらの結果は表3にまとめている。

表3 t検定およびマン・ホイットニーのU検定の結果

	Mean			Median		
	IR=0	IR=1	t-value	IR=0	IR=1	z-value
ROE	0.0898	0.0843	0.388	0.0750	0.0797	-0.569
ROE_Mean	0.0494	0.0706	-1.853 *	0.0576	0.0579	-1.384
SG	1.0980	1.1288	-1.305	1.0923	1.1135	-1.486
SG_Mean	1.0134	1.0341	-2.564 **	1.0112	1.0277	-2.442 **
BETA	1.1215	1.0255	1.656	1.1434	0.9955	1.462
SIZE	26.9641	27.3273	-2.005 **	26.8920	27.3078	-1.966 **
BTM	0.9115	0.9513	-0.554	0.8589	0.8450	-0.380

***1%, **5%, *10% (両側)

表3をみると、売上高成長率の過去5年間の平均については、統合報告を導入している企業の方が統計的にみて有意に大きい。これは成長性に関する仮説2を支持する結果といえる。また、企業規模についても、統合報告を導入している企業の方が統計的にみて有意に大きい。これは

統合報告導入の資源的余裕に関する仮説4を支持する結果といえる。なお、リスクに関する仮説3については、これを支持する結果は得られておらず、むしろ仮説3とは逆の傾向があるように見受けられる。これは、同じく有意性は認められなかったものの、Cormier *et al.* (2004)やSerafeim (2015)の結果と類似の傾向を示している。

つぎに、モデル1の検証結果をみてみよう。モデル1の検証結果は表4に示している。

表4 モデル1の検証結果

	Coef.	z-value	Coef.	z-value
ROE	-2.711	-0.97		
ROE_Mean			2.890	0.99
SG	2.816	1.85 *		
SG_Mean			10.327	2.32 **
BETA	-0.753	-1.55	-0.546	-1.12
SIZE	0.272	1.78 *	0.200	1.30
BTM	0.497	1.07	0.862	1.84 *
Cons_	-10.784	-2.49 **	-17.224	-3.06 ***
PseudoR ²	0.0479		0.0696	
N	169		169	

***1%, **5%, *10%（両側）

表4をみると、ROEと売上高成長率を2014年の数値で算定した場合と過去5年間の平均値で算定した場合の双方において、SG（売上高成長率）の偏回帰係数は統計的にみて有意にプラスであった。これは、高い成長性を持つ企業は、そうではない企業に比べ、統合報告を導入する傾向が強いとする仮説2を支持する結果である。この結果は、高い成長性があれば新たな自主的報告は不要と考えることからマイナスの関係を検証した林（2014）やSerafeim（2015）とは逆の結果になっている一方、成長性と自主的情報開示の間にプラスの関係を導き出している先行研究（Prado-Lorenzo and García-Sánchez, 2010; Frías-Aceituno, *et al.*, 2012; 2013）などとは整合的である。

収益性についての仮説1については、ROEの偏回帰係数は有意ではなく、支持されない結果となった。自主的開示情報の決定要因として、収益性については先行研究においても有意性がみられないか、あるとしても弱いものにとどまる傾向があることから（西谷, 2014; Frías-Aceituno, *et al.*, 2013; 2014）、今回の結果は、先行研究と整合的と言えよう。そのほか、ROEと売上高成長率を2014年の数値で算定した場合には、SIZE（企業規模）の偏回帰係数が統計的にみて有意にプラスであり、過去5年間の平均値で算定した場合にはBTM（簿価時価比率）の偏回帰係数が統計的にみて有意にプラスである。これらはそれぞれ資源的余裕のある企業が統合報告を導入するという仮説4と、高リスクのため割引評価されている企業が統合報告を導入するという仮説3を支持する結果である。統合報告のような自主的開示と企業規模の関係が有意にプラスであることについては、多くの先行研究の結果とも整合的であり、企業規模は、新たな情報開示の決定要因として機能していると捉えることができる。なお、BTMの偏回帰係数が統計的にみて有意にプラスであるという結果は、高い成長性があれば新たな自主的報告は不要と考えることからマイナスの関係が観察された林（2014）やSerafeim（2015）と整合する結果、

つまり仮説2とは逆の結果と捉えることもできるが、変数の選択によって統計的にみて有意ではなくなることもあり、また売上高成長率で測った成長性の結果も勘案すると、仮説2とは逆の結果と捉えるのは適切ではないだろう。

6. 追加検証

ここまでの検証は、統合報告の質は問わず、それを導入しているか否かを問題としてきた。統合報告は、企業外部者（特に投資家）に追加的な情報を提供することを目的としている（IIRC, 2013）ことから、財務情報と非財務情報をリンクさせる必要がある。しかし、統合報告の中には、財務情報と非財務情報を一つの報告書にまとめただけといった形式的なもの、すなわち「自己宣言型」も少なからず存在する。モデル1を分析した際には、ESGコミュニケーション・フォーラム（2014）に掲載されている日経225企業すべての統合報告書を対象としたが、これらの統合報告書は、「編集方針等において、統合レポートであることや財務・非財務情報を包括的に開示している等の記載があるレポートを自己表明型統合レポートとしてカウント」（ESGコミュニケーション・フォーラム, 2014）しているとの方針で集められているため、いわゆる「自己宣言型」の統合報告書とIIRCのフレームワークを考慮した統合報告書が混在していることになる。そこで、以下では、「自己宣言型」である形式的統合報告書とIIRCフレームワークに依拠した実質的統合報告書という形で統合報告の質を加味して再検証を行う。なお、形式的統合報告書と実質的統合報告書を識別するために、各報告書において、「6つの資本を価値創造プロセスに結び付けようとしているかどうか」という定性的な基準を用いて、選別した。この選別には主観的要素が介在するため、研究協力者の助けを得て、複数の調査者が、同一の報告書を見て、結果を突き合わせて客観性を確保することとした。調査者間で意見が異なる場合、執筆者と研究協力者間の協議を経て、最終的に判断することにした。仮説の検証には、つぎのような多項ロジット・モデルを用いる。

[モデル2]

$$IR_m_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 SG_{it} + \alpha_3 BETA_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

ここで、 IR_m は、統合報告を導入していない場合に0、統合報告を形式的に導入している場合、つまり「自己宣言型」の場合に1、統合報告を実質的に導入している場合、つまり「IIRCフレームワーク型」の場合に2を付した変数である。結果として、 $IR_m=1$ と判定されたサンプルは25社、 $IR_m=2$ と判定されたサンプルは26社となった。

なお、モデル2の説明変数はモデル1のものと同じである。ここでの検証は、統合報告を導入していない場合をベースとして、それを形式的に導入している「自己宣言型」の場合と実質的に導入している「IIRCフレームワーク型」の場合それぞれについて、どのような差異があるかを明らかにすることを目的としている。

モデル2の検証結果は表5に示している。表5をみると、 $IR_m=1$ については、ROEと売上高成長率を2014年の数値で算定した場合と過去5年間の平均値で算定した場合の双方において、 SR （売上高成長率）の偏回帰係数は統計的にみて有意にプラスであった。これは、成長企業が統合報告を「形式的に」導入していることを示唆している。いっぽう、 $IR_m=2$ については、

表5 モデル2の検証結果

	Coef.	z-value	Coef.	z-value
<IR_m=1>				
ROE	-2.914	-0.66		
ROE_Mean			3.217	0.73
SG	3.330	1.91 *		
SG_Mean			14.359	2.29 **
BETA	-0.659	-1.08	-0.495	-0.78
SIZE	0.138	0.76	0.035	0.18
BTM	-0.420	-0.52	0.102	0.15
Cons_	-7.663	-1.48	-17.026	-2.19 **
<IR_m=2>				
ROE	-3.114	-1.06		
ROE_Mean			2.519	0.74
SG	2.235	1.20		
SG_Mean			5.619	1.19
BETA	-0.840	-1.37	-0.653	-1.02
SIZE	0.398	2.08 **	0.335	1.88 *
BTM	1.200	2.25 **	1.430	2.49 **
Cons_	-14.823	-2.79 ***	-17.187	-3.02 ***
PseudoR ²	0.055		0.0758	
N	169		169	

***1%, **5%, *10%（両側）

ROEと売上高成長率を2014年の数値で算定した場合と過去5年間の平均値で算定した場合の双方において、*SIZE*（企業規模）と*BTM*（簿価時価比率）の偏回帰係数は統計的にみて有意にプラスであった。これは、企業規模の大きな資源的余裕のある企業や株価が割安となっている企業、または成長性の低い企業が統合報告を「実質的に」導入していることを示唆している。環境情報開示の質に関する先行研究からは、企業規模が大きい企業ほど、定性的情報および定量的情報とともに質の高い環境情報を開示することが確認されているが（D'Amico *et al.*, 2016）、本研究では「形式的」と「実質的」という2段階の区別ではあるが、企業規模と統合報告の質がプラスの関係にあることが明らかになったといえる。一方で簿価時価比率を変数として用いた先行研究に関しては、Frias-Aceituno *et al.* (2012)においてこの比率が統合報告書の開示要因としてプラスの関係にあることが確認されている一方、温室効果ガスの排出量の開示要因を分析したPrado-Lorenzo and García-Sánchez (2010)では、汚染型企業においては簿価時価比率が低いほど温室効果ガス情報を開示する傾向にあることが確認されている。プラス・マイナス関係が逆になっている上記の他は、先行研究において簿価時価比率に有意性は見出されている研究は少ない中で、また、プラスの結果が出ているFrias-Aceituno *et al.* (2012)におけるサンプルが2008～2010年の「統合報告書」であることを踏まえると、本研究は、実質的統合報告と簿価時価比率の間でプラスの関係が成り立っていることを明らかにしている数少ない例として捉えられることができよう。

なお、成長性の高い企業がなぜ形式的な統合報告の導入にとどまっていた、成長性の低い企業がなぜ実質的な統合報告を導入しているのかについては、本研究の検証からはわからない。成長企業については、記述困難なビジネス・モデルを採用している可能性や、ビジネス・モデルの開示によって他社が模倣することを恐れている可能性が、そのシナリオとして考えられよ

う。一方、成長性の低い企業については、いわゆる「オールド・エコノミー」の大企業であり、比較的単純なビジネス・モデルを採用していて、他社が模倣するためにはある程度の規模が必要であることから、実質的な開示を行っても問題がない可能性がある。簿価時価比率が高いことは投資家に割引評価されていることも含意しているから、このような企業は、実質的な開示を行うことで、自社の魅力を投資家にアピールする必要もあると考えられる。

7. おわりに

本研究の目的は、統合報告導入の有無と企業の「収益性」「成長性」「リスク」の関係を分析することで、統合報告を導入するインセンティブが強い企業の特徴を明らかにすることであった。日経225採用銘柄を対象として分析を行ったところ、売上高成長率の高い企業、企業規模の大きい企業、簿価時価比率の高い企業が統合報告を導入する傾向が強かった。成長企業は成熟企業と比較すると、相対的に過去の財務諸表情報が将来予測に役立たない傾向にあるから、投資家に対して追加的な説明を行うインセンティブがあり、企業規模の大きい企業は、統合報告を導入するだけの資源的余裕があるのだろう。また、簿価時価比率が高い株式は「バリュース株」とか「割安株」と呼ばれるものであるから、自社の評価が不当に低いと考えている経営者が、その評価を引き上げるために統合報告を導入したと考えるのが自然だろう。

なお、追加検証により、統合報告を導入している企業のうち、成長企業については「形式的な」統合報告の導入にとどまっている一方、成長性の低い企業については「実質的な」統合報告を行うことも明らかとなった。しかし、本研究の分析モデルでは、その理由をつきとめることはできない。統合報告の質と企業の成長性の関係を明らかにするためには、さらなる検証が必要である。これは今後の課題である。

本研究は、統合報告に関するデータを手作業で収集しているため、検証対象が限定されたものとなっている。当然、わが国全上場企業を対象とした場合には、異なる結果が得られる可能性がある。また、本研究では、統合報告の導入実態に焦点を当てており、その導入効果については検証していない。検証対象を拡大したうえでの再検証と、統合報告の導入効果の検証については、今後の課題である。

【付 記】本研究は科学研究費補助金基盤研究 (B) (課題番号: 25285137) による研究成果の一部である。

参 考 文 献

<外国語文献>

- Adams, C.A. (2002), Internal Organisational Factors Influencing Corporate Social and Ethical Reporting, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 15, No. 2, pp. 223-250.
- Baboukardos, D. and G. Rimmel (2016), Value Relevance of Accounting Information under An Integrated Reporting Approach: A Research Note, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 35, pp. 437-452.
- Barth, M. E., S. F. Cahan, L. Chen and E. R. Venter (2016), The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting, *Proceedings of the 20th Conference of the Environmental and Sustainability Management Accounting Network (EMAN)*, Lüneburg, pp. 26-28.

- Burritt, R. L., K. L. Christ and A. Omori (2016), Drivers of Corporate Water-Related Disclosure: Evidence from Japan, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 129, pp. 65–74.
- Carbon Disclosure Project (CDP) (2016), <https://www.cdp.net/en/info/about-us#64ec551714299f5efea2ac0a58500ba6>, Accessed on 20 November, 2016.
- Cormier, D., I. M. Gordon and M. Magnan (2004), Corporate Environmental Disclosure: Contrasting Management's Perceptions with Reality, *Journal of Business Ethics*, Vol. 49, pp. 143–165.
- Churet, C. and R. G. Eccles (2014), Integrated Reporting, Quality of Management, and Financial Performance, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 26, No. 1, pp. 56–64.
- D'Amico, E., D. Coluccia, S. Fontana and S. Solimene (2016), Factors Influencing Corporate Environmental Disclosure, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 25, pp. 178–192.
- Dumay, J., C. Bernardi, J. Guthrie and P. Demartini (2016), Integrated Reporting: A Structured Literature Review, *Accounting Forum*, Vol. 40, pp. 166–185.
- Fama, E. F. and K. R. French (1993), Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3–56.
- Fasan, M. and C. Mio (2016), Fostering Stakeholder Engagement: The Role of Materiality Disclosure in Integrated Reporting, *Business Strategy and the Environment*, DOI: 10.1002/nse.1917.
- Fifka, M. S. (2013), Corporate Responsibility Reporting and Its Determinants in Comparative Perspective: A Review of the Empirical Literature and a Meta-Analysis, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 22, pp. 1–35.
- Flower, J. (2015), The International Integrated Reporting Council: A Story of Failure, *Critical Perspective on Accounting*, Vol. 27, pp. 1–17.
- Frias-Aceituno, J. V., L. Rodríguez-Ariza and I. M. García-Sánchez (2012), The Role of the Board in the Dissemination of Integrated Corporate Social Reporting, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 20, pp. 219–233.
- Frias-Aceituno, J. V., L. Rodríguez-Ariza and I. M. García-Sánchez (2013), Is Integrated Reporting Determined by A Country's Legal System? An Exploratory Study, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 44, pp. 45–55.
- Frias-Aceituno, J. V., L. Rodríguez-Ariza and I. M. García-Sánchez (2014), Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 23, pp. 56–72.
- García-Sánchez, I. M., L. Rodríguez-Ariza and J. V. Frias-Aceituno (2013), The Cultural System and Integrated Reporting, *International Business Review*, Vol. 22, pp. 828–838.
- Global Reporting Initiative (GRI) (2013), *The Sustainability Content of Integrated Reports: A Survey of Pioneers*, Amsterdam, GRI.
- Hahn, R. and M. Kühnen (2013), Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 59, pp. 5–21.
- Huang, X. B. and L. Watson (2015), Corporate Social Responsibility Research in Accounting, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 34, pp. 1–16.
- International Integrated Reporting Council (IIRC) (2011), *Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*, IIRC.
- IIRC (2013), *The International <IR> Framework*, IIRC.
- Jensen, J. C. and N. Berg (2012), Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting: An Institutional Approach, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 21, pp. 299–316.
- KPMG (2015), Currents of Change: *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2015*, KPMG International Cooperative.
- Lai, A., G. Melloni and R. Stacchezzini (2016), Corporate Sustainable Development: Is 'Integrated Reporting' A Legitimation Strategy? *Business Strategy and the Environment*, Vol. 25, pp. 165–177.
- Lee, T. M. and P. D. Hutchinson (2005), The Decision to Disclose Environmental Information: A Research Review and Agenda, *Advances in Accounting*, Vol. 21, pp. 83–111.
- Metoki, T. and A. Omori (2015), Voluntary Disclosure of Negative Information in Integrated Reports Issued by Japanese Companies, *Proceedings of the 14th Australasian Centre on Social and Environmental Accounting Research Environmental Accounting Research Conference – ACSEAR 2015*, Academic Conferences and Publishing International Limited, pp.88–97.

- Nakao, Y., A. Amano, K. Matsumura, K. Genba and M. Nakano (2007), Relationship between Environmental Performance and Financial Performance: An Empirical Analysis of Japanese Corporations, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 16, No. 2, pp. 106-118.
- Prado-Lorenzo, J. M., I. Gallego-Álvarez and I. M. García-Sánchez (2009), Stakeholder Engagement and Corporate Social Responsibility Reporting: The Ownership Structure Effect, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Vol. 16, No. 2, pp. 94-107.
- Prado-Lorenzo, J. M. and I. M. García-Sánchez (2010), The Role of the Board of Directors in Disseminating Relevant Information on Greenhouse Gases, *Journal of Business Ethics*, Vol. 97, pp. 391-424.
- Rensburg, R. and E. Botha (2014), Is Integrated Reporting the Silver Bullet of Financial Communication? A Stakeholder Perspective from South Africa, *Public Relations Review*, Vol. 40, pp. 144-152.
- Serafeim, G. (2015), Integrated Reporting and Investor Clientele, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27, No. 2, pp. 34-50.
- Sierra-Garcia, L., A. Zorio-Grima and M. A. García-Benau (2015), Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 22, pp. 286-304.
- Stacchezzini, R., G. Melloni and A. Lai (2016), Sustainability Management and Reporting: The Role of Integrated Reporting for Communicating Corporate Sustainability Management, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 136, pp. 102-110.
- Stanwick, P. and S. Stanwick (2006), Corporate Environmental Disclosures: A Longitudinal Study of Japanese Firms, *The Journal of American Academy of Business*, Vol. 9, No. 1, pp. 1-7.
- Takeda, F. and T. Tomozawa (2006), An Empirical Study on Stock Price Responses to the Release of the Environmental Management Ranking in Japan, *Economics Bulletin*, Vol. 13, No. 5, pp. 1-4.
- Tanimoto, K. and K. Suzuki (2005), Corporate Social Responsibility in Japan: Analyzing the Participating Companies in Global Reporting Initiative, *EIJS Working Paper*, 208, The European Institute of Japanese Studies, Stockholm School of Economics, pp. 1-20.
- Vaz, N., B. Fernandez-Feijoo and S. Ruiz (2016), Integrated Reporting: An International Overview, *Business Ethics: A European Review*, Vol. 25, No. 4, pp. 577-591.
- Verrecchia, R. E. (2001), Essays on Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- Yagi, H., A. Omori and M. Kanetoh (2016), Two Decades of Corporate Environmental and Sustainability Accounting in Japan, *Proceedings of the 20th Conference of the Environmental and Sustainability Accounting Network (EMAN)*, Lüneburg, pp. 260-267.

<日本語文献>

- ESGコミュニケーション・フォーラム (2014) 「国内統合レポート発行企業リスト2014年版」
- ESGコミュニケーション・フォーラム (2016), URL: http://www.esgcf.com/archive/a_repo.html, アクセス日: 2016年10月25日.
- 石川博行, 向山敦夫 (2003) 「環境情報と企業評価」『会計』第163巻第1号, pp. 56-71.
- 石川博行, 小菅康嗣 (2005) 「環境会計情報と株価の実証的関連性—貨幣・物量情報を用いたパイロット・テスト—」『経営研究』第55巻第3・4号, pp. 99-115.
- 伊藤和憲 (2014) 「管理会計における統合報告の意義」『会計』第185巻第2号, pp. 160-172.
- 大鹿智基 (2015) 「統合報告の方向性とその変遷」『会計』第188巻第3号, pp. 88-101.
- 大日方隆 (2013) 『利益率の持続性と平均回帰』中央経済社.
- 加賀谷哲之 (2012) 「持続的な企業価値創造のための非財務情報開示」『企業会計』第64巻第6号, pp. 79-89.
- 企業価値レポーティング・ラボ (2016a) <http://cvrl-net.com/archive/index.html>
- 企業価値レポーティング・ラボ (2016b) 『日本の持続的成長を支える統合報告の動向2015』URL <http://cvrl-net.com/archive/index.html>, アクセス日: 2016年10月15日.
- 阪智香 (2015) 「統合報告の国際的な研究・開示動向とKPIの提言」『会計』第187巻第1号, pp. 97-111.
- 阪智香, 大鹿智基 (2011) 「CO₂排出量の株価説明力と情報開示の影響」『会計プロGRESS』第12号, pp. 1-12.
- 首藤恵, 竹原均 (2007) 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス—非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション—」『早稲田大学ファイナンス総合研究所Working Paper Series』WIF-07-006, pp. 1-31.

- 中條良美（2006）「資本市場における環境情報開示の役割—資本コストへの影響—」『経済科学』第54巻第2号, pp. 15-29.
- 西谷公孝（2014）「企業の環境への取り組みやその情報開示が株主価値に与える影響」『環境経済・政策研究』第7巻第1号, pp. 10-22.
- 日本会計研究学会スタディ・グループ（2016）『スタディ・グループ「統合報告が企業会計に及ぼす影響に関する考察 中間報告書」日本会計研究学会.
- 朴恩芝（2004）「環境会計情報の開示による資本コスト低減効果の検証」『会計』第165巻第3号, pp. 121-133.
- 林順一（2014a）「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, pp.235-244.
- 林順一（2014b）「統合報告書作成の決定要因分析についての一考察—機関投資家持株比率との関係を中心として—」『国際マネジメント研究』第3巻, pp.1-11.
- 広瀬義州編著（2011）『財務報告の変革』中央経済社.
- 向山敦夫（2015）「統合報告とCSR情報開示との位置関係」『会計』第187巻第1号, pp. 97-111.

〔きむら あきひさ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院准教授〕

〔おおもり あきら 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授〕

〔2016年11月21日受理〕