

コーポレートガバナンス要因が企業価値創造に及ぼす影響  
-統合レポート公表企業の財務分析を通じて-

Effects of governance factors on corporate financial performance

- With special reference to companies adopting integrated reporting in Japan.

中央大学大学院戦略経営研究科  
ビジネス科学専攻(博士後期課程)  
山林 貴裕

Abstract

This paper examines whether the governance factors (i.e. proportion of share, composition of executives remuneration for executives) affect corporate financial performance of listed companies in Japan. These years, the number of listed companies which issue the <IR> is rapidly growing in Japan, so I compare the listed companies which issue the <IR> to those not. The evidence is found that listed companies which issue the <IR> are more likely to be affected by the financial factors than those not. In addition, among listed companies which issue the <IR>, I found that the number of outside director and remuneration per director are more sensitive to the corporate financial performance. These results suggest that the corporate financial performance is affected by some governance factors, but mainly by financial factors.

Keywords

The International<IR>framework, Corporate governance, ESG effect, Value creation

目次

- I. はじめに
- II. 背景
- III. 考察
- IV. 調査方法と調査結果
- V. まとめ

参考文献

## I. はじめに

### 1. 本論文の目的

本論文は、日本の上場企業のうち統合レポート（integrated reports）を公表している企業を対象として、それらの企業がどのような財務的特徴を有しているのか、企業価値創造と財務指標に相関があるのか、企業価値創造とコーポレートガバナンス要因に相関があるのかを統計分析の手法を用いて解明するものである。

近年、企業価値の源泉が機械装置等に代表される有形資産からソフトウェアに代表される無形資産などの非財務要因へと移っていることが実証されている<sup>1</sup>。非財務要因は環境（Environment）・社会（Society）・ガバナンス（Governance）などに代表されることから ESG 要因とも呼ばれ、その内容は定性的なものから定量的なものまで様々である。この ESG 要因には真に評価すべき企業価値が含まれていることが日本証券アナリスト協会によって示されているが<sup>2</sup>、ESG 要因は内容が多岐にわたるゆえに分析が困難であることも同時に指摘されている。ESG 情報が企業価値に影響を与えるのであれば、投資家は ESG 情報の開示を望むようになる。しかしながら、現状の企業内容開示制度は必ずしも ESG 要因を反映したものにはなっていない。従来企業の開示内容は主に ESG 要因に関する情報開示が不足するという点で投資者の要求に応えきれていない。このような状況を受けて、2013 年に IIRC<sup>3</sup>は「*The International <IR> framework*<sup>4</sup>」を公表し、統合思考を基礎として、企業独自の価値創造プロセスが企業にとって競争力の源泉となる無形資産を生み出すものとの考えを打ち出した。そこでは内容要素と資本の組み合わせがアウトカムを生み、生み出されたアウトカムが資本を向上させるというプロセスが循環していくことで企業価値が向上するとの考え方が示されている。

本論文においては、企業価値創造プロセスにおける内容要素と資本の組み合わせのうち、ガバナンスと人的資本の組み合わせに注目し、企業価値創造がガバナンス要因によって影響される点について考察する。具体的には、統合レポート公表企業と統合レポート非公表企業の特徴を明らかにすることによって、まずは日本における統合レポート公表企業の実態を明らかにする。次に、企業価値創造とコーポレートガバナンス要因との相関関係を明らかにすることで、企業価値分析にあたって重視すべきコーポレートガバナンス要因を抽出する。これによって日本企業における企業統治の改善に資するとともに、上場企業に統合レポート公表を促し、かつその質を向上させることを目的とする。

### 2. 本論文の関連研究

企業価値創造とコーポレートガバナンスの要因の関係性に焦点を当てた関連研究はいろいろある。

欧州の CSR に関する企業間ネットワークである CSR ヨーロッパは、ESG 要因が企業価値の向上に貢献するののかという点について、ESG 要因と企業価値の関連についてのパスを整理している。このパスにはコーポレートガバナンス要因（Corporate Governance Driver）が含まれており、ガバナンスとエンゲージメント（Governance and Engagement）と自発的な開示（Voluntary Disclosure）とによって透明性（Transparency）と信頼性（Reliability）を増加させ、コスト関連の成果（Cost-related Outcome）を出すことで企業価値の向上に貢献するとの考えが整理されている。

図1 Value-Creation Framework

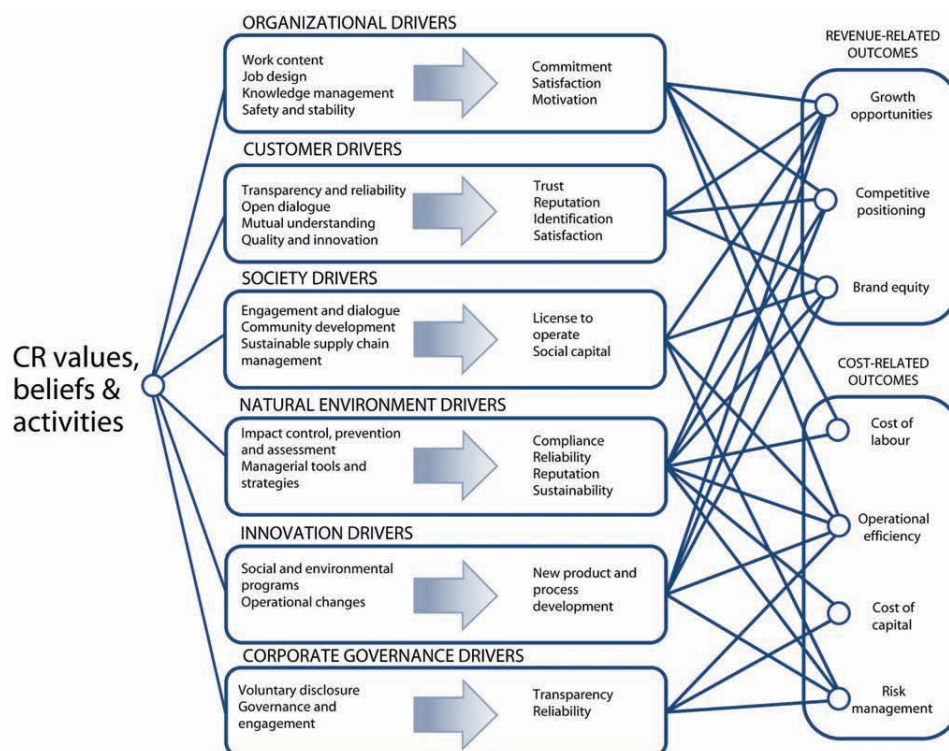


Figure 5: The Value Creation Framework  
Source: Perrini et al., 2009

出所：Sustainable Value EABIS Research Project(2009), p.10 より引用

ガバナンスとエンゲージメントに関する研究としては、取締役会の構成に焦点を当てた研究が存在する。理論研究として、[Raheja,2005] は取締役会最適構成仮説を唱え、経営者は企業価値を最大化するために企業特性に応じて取締役会の独立性を決定するが、取締役会の役割を監視に限定せず助言にも着目し、企業価値の向上に貢献するか否かは、事業の複雑性、監視を必要とするエージェンシーコストの深刻度合、企業特殊な情報を獲得するまでの情報コスト、株主などに対する経営者の交渉力に依存するとした。

実証研究としては、[Coles,2008] は組織の複雑な企業が大規模な取締役会を採用する傾向にあり、組織の複雑な企業については取締役会規模が大きくなるほど企業価値が上昇することを示している。また、[Gordon,2007] は、経営者が外部からの監視を嫌う一方で投資家は自らの利益を保護するために外部からの監視を求めるという環境下で、外部からの監視として取締役会の独立性を高めることは企業価値を増加させるとしている。一方で、[Romano,2005] は、経営者は自らに批判的な立場をとる人物を社外取締役として選任しないため、取締役会の独立性は企業価値とは無関係としている。さらに、[Boone,2007] は ROA と独立取締役の割合の間に負の関係があることを示すなど、企業価値と取締役会構成に負の相関関係を示すものもある。

上記の研究を日本企業に適用した国内の関連研究として、[内田 2012] は取締役の独立性については、社外取締役が存在しなかった企業が新規に社外取締役を導入した場合にはト

ービンの  $q$  が改善することを示している。また、[西谷・武田 2014] は、取締役会の構成および取締役個人の属性については、独立社外取締役の員数が増加した場合や、他企業出身者の取締役が増加した場合には株主価値に正の影響を与えることを示している。社外取締役の導入により内部昇進者では入手できない情報の獲得やモニタリング機能の強化が期待されるが、反面、取締役の人数が増大することで実質的な議論が困難となり企業価値を毀損する恐れがあるとしている。

以上のように、企業価値創造とコーポレートガバナンス要因に焦点を当てた研究は存在するが、近年において重要性を増してきた ESG 要因や<IR>などの自発的な開示に目を向け、企業価値創造とガバナンスとの相関を分析対象とした研究は見られない。日本の上場企業を対象に、それらを統合レポート公表企業と統合レポート非公表に分類して、両者の企業価値創造の相違をコーポレートガバナンス要因との相関関係に注目して調査した点に、本論文の意義がある。

### 3. 本論文の構成

本論文は五章から構成されている。

第一章において、本論文の目的および構成について整理する。第二章において、ESG 要因・企業価値・統合報告フレームワークの定義および趣旨を整理し、現在の企業内容開示制度の問題点を把握する。同時に、統合報告フレームワークの基礎となる統合思考の概念を理解し、企業価値向上を可能にする価値創造プロセスとその循環サイクル、ひいては内容要素・資本という循環サイクルの構成要素について整理する。第三章においては、本論文の作成にいたった問題意識について、ガバナンスと人的資本の組み合わせである社外取締役に注目した経緯に至る過程を含めて検討する。その際、現在の日本の成長戦略や相次ぐ不正会計事例なども検討し、問いと仮説の導出へとつなげていく。第四章においては、企業価値がコーポレートガバナンス要因によって影響される点について統計分析を実施する。まずは統合レポート公表企業と統合レポート非公表企業について、過去3か年分相当の財務指標を調査し、両者の財務的特徴を分析する。次に、トービンの  $q$  を企業価値創造の指標として、財務指標との相関を分析する。さらに、財務指標に加えてコーポレートガバナンス要因を変数として追加した場合の企業価値創造との相関関係を調査する。第五章においては、統計分析から得られた知見を整理するとともに、実務へ適用するまえに検討すべき事項や、今後の課題について集約していく。

## II. 背景

本章では、統合レポートが重視されるに至った背景について、ESG 要因、企業価値、国際統合報告フレームワークという3つの観点から整理する。そのうえで、特に1990年以降になぜ ESG 要因が重要視されるようになってきたのか、ESG 要因が企業価値にどのような影響を与えているのかを把握する。さらには、投資家保護の観点から統合報告フレームワークが作成されたことを指摘し、現在の企業内容開示制度の問題点を把握する。同時に、統合報告フレームワークの基礎となる統合思考の概念を説明し、企業価値向上を可能にする価値創造プロセスとその循環サイクル、ひいては内容要素・資本という循環サイクルの構成要素について整理を試み、あわせて問題意識とそれに対する考察へと繋げていく。

## 1. ESG 要因

1989年、CERNのTim Berners-LeeはInformation Management: A Proposalにて現在のWebの概念を提唱した。それ以降、Webは全世界へと急速に発展して既に25年が経過し、2014年3月12日にW3CがWeb25周年を祝うまでに至っている。このことは、近年隆盛している企業群と無関係ではない。1990年代以降に誕生し、現在も世界的に活動している企業としては、Amazon.com, Inc.(1994年設立)、Yahoo! Inc.(1995年設立)、Google, Inc.(1998年設立)、Facebook, Inc.(2004年設立)などが代表例として挙げられるだろう。これらの企業について多くの人々はどのような印象を持つであろうか。1990年以前に隆盛した企業群と比較した場合、これらの企業は大量生産・大量消費を前提とした工場や機械装置といった有形固定資産に企業価値の源泉があるのではなく、ソフトウェアやそれを開発する人員といった無形資産にこそ企業価値の源泉が潜んでいると思われる。このことは、Web発展後の世界においては企業価値の源泉が有形資産から無形資産への移行している、すなわち、貨幣価値に換算しやすい財務要因から貨幣価値に換算しにくい非財務要因(ESG要因)への移行が進んでいると考えられる。実際に、直近2016年5月末時点での株式時価総額の世界ランキング上位10社には、Exxon Mobile、Berkshire Hathaway、Johnson & Johnson、General Electric、Wells Fargoなど従来の重厚長大産業も含まれているが、半数はApple、Alphabet、Microsoft、Amazon.com、Facebookといったソフトウェア産業となっている。

それでは、ESG要因とは具体的に何を指しているのだろうか。ESG要因とは、非財務要因のうち、特に企業価値に影響を与えると考えられる環境(Environment)・社会(Society)・ガバナンス(Governance)にかかる要因を指している。EABIS<sup>5</sup>ではESG要因の事例を開示し、日本公認会計士協会は研究報告においてこれを紹介している<sup>6</sup>。定性的要因が多いと思われるESG要因ではあるが、定量的に表現できる要因も含まれている。2009年にDVFAはCNFを組織し、企業価値の証券分析の利用にあたって「ESG要因の重要なパフォーマンス指標(Key Performance Indicators, KPIs)」を策定しており、2010年に社団法人日本証券アナリスト協会はこれを紹介している。

## 2. 企業価値と情報開示

企業価値の源泉を構成するESG要因は定性的要因・定量的要因など多種多様であるが、ESG要因は企業価値にどのような影響を与えると考えられているのだろうか。

ESG要因には真に評価すべき企業価値が含まれていることが社団法人日本証券アナリスト協会によって示されている。同協会では、アナリストが評価すべき真の企業価値はサステナビリティと将来キャッシュフローであると考え、それらをCSP(Corporate Social Performance)とCFP(Corporate Financial Performance)に分類している。CSPには企業の倫理的な評価(ガバナンスの評価)が含まれ、ESG要因を考慮することで真の企業価値に近づけると考えられている。CFPに関しても、現状では過去の数値分析が中心となっており、仮に将来推計をしたとしても2-3年程度であって短期的な評価にならざるを得ないが、無形資産等をはじめとしたESG要因を考慮した長期的な視点を加えることで、真の企業価値に近づけると考えられている。いずれにせよ、CSP・CFP両面でESG要因を考慮することが、今後の分析において、投資家が求める真の企業価値を評価する方法であると考えられている。

しかしながら、ESG 要因を企業価値評価に織り込むことが困難であることも同時に示されている。定量的に表現される財務データと異なり、非財務データが多い ESG 要因については、定量的に表現するためには評価機関によるスコアリングが避けられないが、このスコアリングには評価者による恣意的な判断が含まれる恐れがある。統合レポートについても、ESG コミュニケーション・フォーラムでは、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把握しているため、後述する本論文におけるサンプルにも恣意的な判断が含まれる恐れがある。ESG 要因自体が 2000 年代後半に登場した比較的新しい概念であって、その分析方法はいまだ開発途上であるのが現実といえる。

投資家としては、自身の投資意思決定が利益を最大化するよう企業価値の評価を可能なかぎり正確に実施したいと考える。ESG 要因が企業価値に影響を与えるのであれば、分析方法が確立していないとしても、投資家としては ESG 要因に関する情報を企業が開示することを望むようになる。この点、従来の企業内容開示制度は投資家の要求にできていない可能性がある。従来の制度においては、金融商品取引法・会社法に従って有価証券報告書・計算書類等という所定に形式に従って過去情報を中心に主として財務データが開示されてきた。

ESG 要因に関する情報開示という視点に立った場合、将来的な企業内容開示制度は、特定の法令に従うものではなく、それぞれの企業の実態に適した形式で過去情報のみでなく将来情報を加えた情報を、財務情報と非財務情報を組み合わせて、企業の公式サイトや説明会など多種多様な方法で開示することが望まれるであろう。このような状況下では、投資家および経営者側ともに新たな企業内容開示に向けた制度的枠組み変更への動機づけが生じる。投資家の立場からすれば、企業にとっての価値の源泉が、機械装置等の有形資産からソフトや関係性(人・社会)といった無形資産(非財務情報を含む)に移り、単純な財務数値だけでは企業価値を判断できなくなっているなか、企業価値の源泉を構成する無形資産(非財務情報を含む)に関する情報を求めている。ただし、情報開示が必要だからといって、企業が自由に開示するのみでは企業間比較ができず、投資判断に役立てられないため一定の基準が必要となる。企業としても、CSR や環境報告など、現状の有価証券報告書以外に複数の報告を要求されれば、業務が重複し、過度のコスト負担となってしまう。結果的に、両者はともに財務・非財務を統合した情報開示に関する新たな枠組みを欲するようになる。こうして生まれたのが、2013 年に IIRC が公表した「*The International <IR> framework*」(国際統合フレームワーク)である。

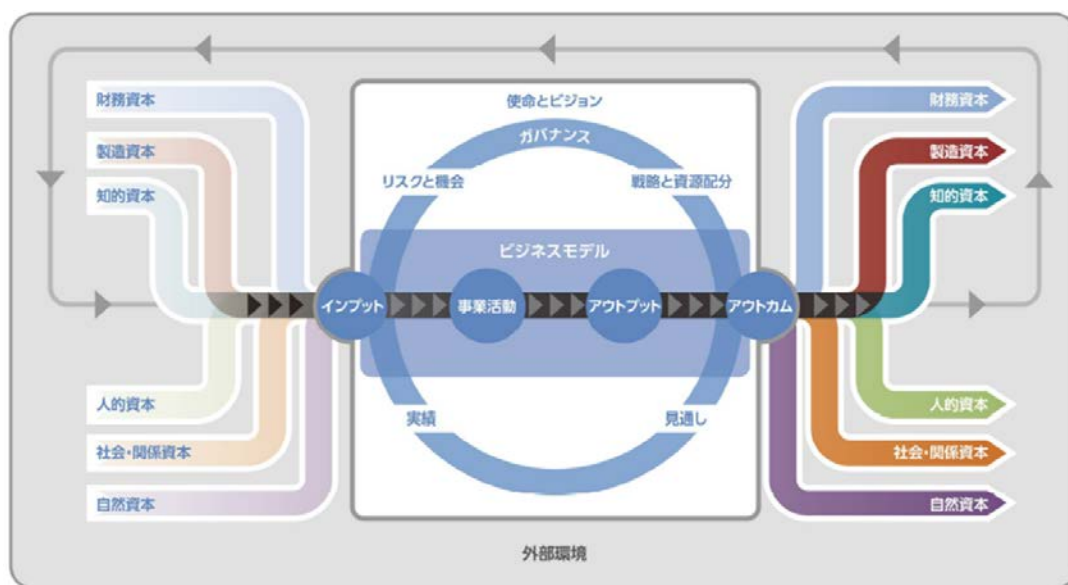
### 3. 国際統合報告フレームワーク

国際統合報告フレームワークは、組織内外の事象について能動的に考えるという統合思考 (Integrate thinking) を基礎として、「指導原則」・「内容要素」・「資本」の3つを定義している。指導原則とは、統合報告書を作成するうえでの企業が留意すべき規範である。企業価値を生み出すプロセスが企業や業界ごとに異なるため、画一的に整理して体系化することは事実上困難であり、重要性判断は個社ごとに応じたマネジメント・アプローチに依拠せざるを得ないなか、自社の価値創造能力に対する経営者の意思を反映するための規範であると考えられる。内容要素とは、組織独自の状況に左右されるもので、指導原則を適用する際にどのような情報をどのように開示するかを判断するためのものであって、排

他のでなく相互連携したものをいう。資本とは、企業の事業活動によって増加・減少・変容する企業活動の源泉であるとともに同時に結果ともなりうるものをいう。

国際統合報告フレームワークでは、企業価値が向上すれば資本が充実し、さらなる企業価値の向上を可能にするという循環型の価値創造プロセスを提示している。個別企業やその企業が属する業界独自のプロセスがあるなかで、企業と投資家との協創によって作られた企業独自の価値創造プロセスが内容要素と資本の組み合わせを実現し、企業にとって競争力の源泉となる無形資産を生み出すものという考え方が基礎となっている。内容要素と資本の組み合わせによってアウトカムが創出され、当該アウトカムが企業価値を向上させることで資本が向上し、さらに企業価値を向上させていくというプロセスにおいて、価値創造プロセスをいかに循環させていくかが企業にとって重要な課題となっている。

図2 価値創造プロセスの全体像



出所：国際統合報告フレームワーク(2014), p.15 より引用

### III. 考察

本章では、安倍内閣で提唱された成長戦略においてガバナンスがどのように位置づけられてきたのかを考察するとともに、経営者不正によってガバナンスが無効にされている現状について考察する。あわせて、どのような問いと仮説を設定したかについては詳述する。

#### 1. 成長戦略におけるガバナンスの重要性

「失われた20年」と表現されるように、バブル景気崩壊以降の日本企業は長期にわたって経済的には低迷を続けてきた。かつては称賛され、日本的経営の三種の神器と呼ばれた「終身雇用」「年功序列」「企業別労働組合」を日本企業はもはや維持できなくなり、欧米企業流のドラスティックなリストラクチャリングを実施してきた。しかしながら、成功を収めている日本企業も一部存在するが、日本経済全体としては長期低迷から脱することができない状態が継続してきたというのが現状である。

このような経済情勢のなかで成立した安倍内閣は「三本の矢」に総称される様々な経済政

策を実施している。投資家と資本市場との関係については、2014年2月27日に公表された「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～をはじめとして、2014年6月24日には「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—、2014年8月6日に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」、2015年3月5日にコーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～、2015年4月23日に「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」と、矢継ぎ早に方針を打ち出している。このうち、コーポレートガバナンス・コードについては企業統治改革が中心であり、日本企業の稼ぐ力を取りもどすための企業統治のあり方についても議論を重ねて日本企業の持続的成長を政府が後押ししてきた。

企業としても政府の後押しを受けて企業統治改革を進めている。企業統治改革の一環としての社外取締役の選任に関しては、2015年7月14日時点で、社外取締役を選任する上場会社（市場第一部）の比率は94.3%に（前年比+432社、+20.0ポイント）、独立社外取締役を選任する上場会社（市場第一部）の比率は87.0%に（前年比+527社、+25.6ポイント）、独立社外取締役を2名以上選任している上場会社（市場第一部）の比率は48.4%に（前年比+523社、+26.9ポイント）と増加している<sup>7</sup>。また、統合レポートに関しても着実に国内に浸透しはじめている。2012年度には61社であった統合レポート公表企業は2013年度には96社、2014年度には142社へと増加している。<sup>8</sup>こうした政府の施策と企業活動の成果か、安倍内閣の成立以降は前内閣の時代と比較して日経平均株価が上昇している。内閣成立時には10,230円だったが2015年には年初来高値で20,952円をつけるなど、このまま日本経済は回復基調にあるものと期待が高まっていた。その期待を大きく損ねる事件として発生したのが株式会社東芝による粉飾決算であった。

ガバナンスの優等生とも呼ばれていた同社が起こした事件は、日本経済の回復基調に冷や水を浴びせるとともに企業統治に関して疑問点を想起させるものと考えられる。すなわち、あるべき企業統治の姿が日本企業に徹底されていないのではないかと、という疑問である。政府は決して不正を傍観していたわけではない。ガバナンスを有効にするための施策として、純粹持株会社制度(1997年)、金融庁の発足(2000年)、委員会等設置会社(2002年)、バーゼル2強化(2004年)、親会社情報開示(2005年)、内部統制報告制度(2007年)、独立役員義務化(2008年)、バーゼル3公表(2010年)、スチュワードシップコード公表(2014年)、コーポレートガバナンス・コード公表(2015年)などを導入してきた。しかしながら、粉飾決算は途絶えることはない。1990年代以降の日本の上場企業における粉飾決算のうち、損失金額が1,000億円以上の事例に限定しても、山一証券（損失2,700億円、1998年）、日本長期信用銀行（損失3,130億円、1998年）、日本債券信用銀行（損失1,590億円、1999年）、カネボウ（損失2,150億円、2005年）、オリンパス（損失1,178億円、2011年）、東芝（損失2,248億円<sup>9</sup>、2015年）など複数の事例が存在する。これらの事例に共通する原因は、経営者が粉飾に関与しているという点である。さらに、日本企業は、①事業が複雑化するなかで経営者を監視・監督する能力も高度化している、②日本特有のムラ社会型の取締役会構造において終身年功組織での抱え込み/もたれあいなど調和が要請されるなか組織における上下関係＝主従の関係となってしまう不祥事が起きたとしても問題が隠蔽され先送りされる恐れが高まっている、③経営者の職業倫理までを規制することはできず内部統制



を構築・維持する際の最大のリスクである「経営者による内部統制の無視」は排除できない、という3点で経営者不正が助長される状態にある<sup>10</sup>。

## 2. Research Question と仮説の設定

これまで述べてきたように、あるべき企業統治の姿は、経営者不正への対応を含むものの、近年の企業の競争力の源泉は機械装置等の有形のモノではなく、ヒトやソフトなど貨幣価値に換算しにくい無形資産ひいては非財務要因(ESG 要因)の制御に移行している。こうした企業価値決定因子の移行を考慮すると、あるべき企業統治の枠組みを策定する際にも ESG 要因を考慮することが妥当ではないだろうか。そのような統合的な思考に立ってガバナンスを実行できる企業こそ、企業価値が向上し、かつサステナビリティ（持続可能性）が高まっていくものと想定される。

ESG 要因のうち、経営者の行動に直接的に影響を与えていると推定されるのがコーポレートガバナンス要因であろう。また、前節で述べたような日本企業の特徴に鑑みれば経営者不正に対応するための現行制度としては社外取締役が重要な要素と考えられる。したがって、内容要素と資本の組み合わせのうち、ガバナンスと人的資本の具体的組み合わせとして、社外の知見・ノウハウの導入、投資者からのレピュテーションの向上に資すると期待される社外取締役に注目し、以下の3つの問い（RQ）と仮説（H）を立てて検証することとした。

RQ1：統合レポート公表企業と統合レポート非公表企業では財務指標に相違があるのではないか

H1：統合レポート公表企業と統合レポート非公表企業では財務指標に相違がある。  
※この場合の「財務指標」とは、後述する収益性・成長性・効率性・安全性・流動性・一人当たり関連・株式関連の指標をいう。また、「相違がある」とはt検定の結果、統計的に有意差があることをいう。

RQ2：統合レポート公表企業の企業価値は、非公表企業と比較して財務指標と相関があるのではないか

H2：統合レポート公表企業の企業価値は、非公表企業と比較して財務指標と相関がある。  
※この場合の「財務指標」とは、後述する主成分分析によって集約された合成変数をいう。また、「相違がある」とはトービンの $q$ を従属変数とした回帰分析を実施した結果、統計的に有意差があることをいう。

RQ3：統合レポート公表企業の企業価値は、コーポレートガバナンス要因によって影響を受けているのではないか

H3：統合レポート公表企業の企業価値は、コーポレートガバナンス要因によって影響を受けている。

※この場合の「影響を受けている」とはトービンの $q$ を従属変数とした回帰分析を実施した結果、統計的に有意差があることをいう。

#### IV. 調査方法と調査結果

本章では仮説を検証するための統計分析の手法に関する調査方法および調査結果について説明する。設定した仮説ごとに調査方法を以下のとおり決定した。なお、調査フローにおいては、簡略化のため、コーポレートガバナンス要因をガバナンス項目としている。

H1 に対する調査方法：

調査対象とした全上場企業について過去3ヵ年分財務データを収集し、統合レポート公表企業と非公表企業に区分してt検定を実施する。

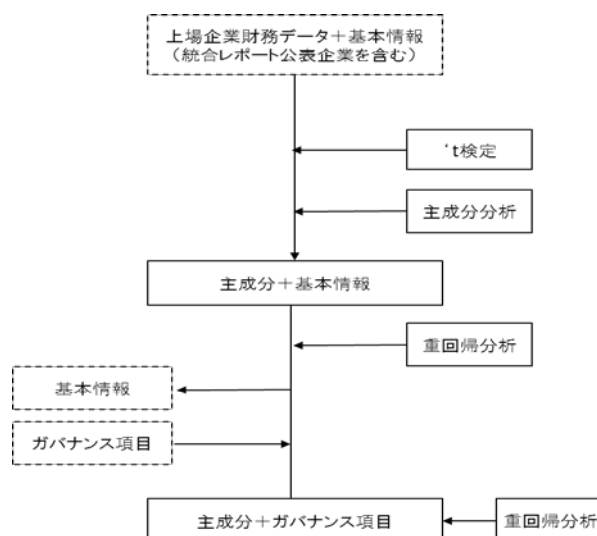
H2 に対する調査方法：

H1 で用いたデータについて、基本情報と業種を除いて主成分分析を実施したうえで、トービンqを従属変数として重回帰分析を実施する。

H3 に対する調査方法：

H2 で用いたデータについて統合レポート公表企業のみを対象として、コーポレートガバナンス要因を変数として追加したうえで重回帰分析を実施する。

図3 調査フロー



出所：筆者作成

##### 1. 統合レポート公表企業の財務的特徴

まずはすべての問いに共通するデータとして、2013年1月1日から2015年7月31日までに決算期が到来する上場企業について、分析に際しての明確な基準がないなかで幅広く変数を収集するという観点から、財務指標に関わるデータが豊富に存在していることを重視して、株式会社インターネットディスクロージャーが提供する企業内容開示のデータベースである「開示Net」から過去3か年（8月1日から12月31日までに決算期が到来する企業については2か年）の財務指標を収集する。収集した財務指標は以下のとおりである。

表1 財務指標の変数一覧

大項目	指標		単位	定義
	小項目			
収益性	売上高粗利益率	%	粗利益÷売上高	
	売上高営業利益率	%	営業利益÷売上高	
	売上高経常利益率	%	経常利益÷売上高	
	売上高当期利益率	%	税引後当期純利益÷売上高	
成長性	売上高成長率	%	(当期売上高-前期売上高)÷前期売上高	
	粗利益成長率	%	(当期粗利益-前期粗利益)÷前期粗利益	
	営業利益成長率	%	(当期営業利益-前期営業利益)÷前期営業利益	
	経常利益成長率	%	(当期経常利益-前期経常利益)÷前期経常利益	
	当期利益成長率	%	(当期税引後純利益-前期税引後純利益)÷前期税引後純利益	
効率性	自己資本利益率(ROE)	%	税引後当期純利益÷自己資本	
	総資本利益率(ROA)	%	税引後当期純利益÷総資本	
	総資本経常利益率	%	経常利益÷総資本	
	売上債権回転率	回	売上高÷売上債権	
	棚卸資産回転率	回	売上原価÷棚卸資産	
	仕入債務回転率	回	売上原価÷仕入債務	
	流動比率	%	流動資産÷流動負債	
安全性	固定比率	%	固定資産÷固定負債	
	当座比率	%	当座資産÷流動負債	
	現預金比率	%	現金預金÷流動負債	
	自己資本比率	%	自己資本÷総資本	
	インタレスト・カバレッジ・レシオ	倍	(営業利益+受取利息・配当金)÷(支払利息・割引料)	
	借入金依存度	%	有利子負債÷総資産	
	営業CFマージン	%	営業キャッシュ・フロー÷売上高	
	D/Eレシオ	%	有利子負債÷自己資本	
	固定長期適合率	%	固定資産÷(自己資本+固定負債)	
	流動性	回	売上高÷固定資産	
一人当たり関連	株主資本回転率	回	売上高÷株主資本	
	総資本回転率	回	売上高÷総資本	
	従業員1人当たり売上高	百万円	売上高÷従業員数	
	従業員1人当たり営業利益	百万円	営業利益÷従業員数	
	従業員1人当たり経常利益	百万円	経常利益÷従業員数	
株式関連	従業員1人当たり当期利益	百万円	税引後当期純利益÷従業員数	
	従業員数	人	従業員数	
	1株利益(EPS)	円	税引後当期純利益÷(発行済株式総数-自己株式)	
	1株純資産(BPS)	円	純資産÷(発行済株式総数-自己株式)	
	1株配当	円	配当金÷(発行済株式総数-自己株式)	
	配当性向	倍	配当金÷税引後当期純利益	
	株価収益率(PER)	%	株式時価総額÷税引後当期純利益	
	純資産倍率(PBR)	倍	株価÷1株純資産	
	時価総額	百万円	株式時価総額	
	時価総額変動率	%	(当期時価総額-前期時価総額)÷前期時価総額	
発行済株式総数	千株	発行済株式総数		

出所：企業内容開示のデータベース「開示 Net」を元に筆者作成

変数のうち、基礎情報および業種についてダミー変数として、該当する場合には1、該当しない場合には0を設定した。業種区分については金融庁の設定する区分に従い、金融業（銀行、保険、不動産、証券、先物取引、その他金融）およびインフラ事業（海運業、空運業、電気ガス業、陸運業）については他の業種と比較して財務構造が異なるために除外した。統合レポート公表企業については、ESG コミュニケーション・フォーラム「国内統合レポート発行企業リスト 2014年版」に記載された142社のうち上場会社を対象とする。2013年における同リストの発行企業数は96社ではあるが、先述したように同リストにおける統合レポートとは自己表明型レポートであり、2014年に初めて統合レポートを公表したとする企業であっても従来から非財務情報を開示していることを考慮して、調査にあたっては、2014年に統合レポートを公表していた企業は2013年においても統合レポートを公表していたものとして取り扱った。その結果、調査対象となった企業は、2013年・2014年・2015年それぞれにおいて、統合レポート非公表企業は3,042社・3,055社・2,484社、統合レポート公表企業で110社・111社・108社となった。

ここで、H1を検証するために、2グループ間の平均値に差があるといえるかどうかを確かめるべく「各変数について2つの母集団における平均値に差がない」という帰無仮説を対立仮説として設定した。これについてt検定を用いて検定し、帰無仮説を棄却することで

本仮説を立証することとした。t検定にあたっては、統計分析ソフト SPSS を用い、信頼区間を 95%と設定し、欠損値は分析ごとに除外することとした。その結果、過去3カ年のうち複数年度にわたって有意差が確認できた項目は、基礎情報4点全て（東証一部、3月決算、Big3 監査、連結）、業種24点中16点（サービス業、パルプ・紙、医薬品、化学、機械、金属製品、建設業、鉱業、小売業、情報・通信業、食料品、石油・石炭製品、倉庫・運輸関連、電気機器、非鉄金属、輸送用機器）、財務指標42点中17点（売上高成長率、当期利益成長率、総資本経常利益率、流動比率、当座比率、現預金比率、借入金依存度、固定長期適合率、固定資産回転率、総資本回転率、従業員1人当たり営業利益、従業員1人当たり経常利益、従業員数、1株純資産、1株配当、時価総額、発行済株式総数）であった。

有意差について内容を検討すると、統合レポート公表企業は統合レポート非公表企業と比較して、以下の3つの特徴を有していることが明らかとなった。本論文においては、自発的開示の積極性をコントロールしていない。日本において企業内容の自発的開示制度は大企業を中心としているため、上記の特徴は日本における大企業の特徴を占めているとも考えられる。

第1の特徴は、日本の大手企業であることである。過去3カ年平均の基礎情報を比較した場合、統合レポート公表企業は東証一部上場企業の割合が95.5%（非公表企業48.3%）、3月決算が86.7%（非公表企業71.7%）、Big3 監査86.0%（非公表企業68.9%）、連結100.0%（非公表企業85.9%）であった。過去3カ年平均の株式関連指標を比較した場合、統合レポート公表企業は発行済株式総数が532,685千株（非公表企業77,730千株）、時価総額767,114百万円（非公表企業98,298百万円）となっており、発行済株式総数が6.9倍あるのに対して時価総額は7.8倍となっている。1株当たり配当は127円（非公表企業63円）であった。

第2は、大規模投資や長期投資を必要とする業種に属していることである。過去3カ年平均の業種を比較した場合、統合レポート公表企業の割合が高い業種は医薬品（17.99%）、輸送用機器（9.53%）、非鉄金属（8.36%）であり、反対に少ない業種は小売業（1.58%）、食料品（1.33%）、サービス業（0.68%）であった。

第3は、借入比率が高く、固定資産投資による作業効率化が進んでいる。過去3カ年平均の安全性指標・流動性指標・一人当たり指標を比較した場合、統合レポート公表企業は借入金依存度が20.45%と高く（非公表企業17.29%）、固定資産回転率が2.45回と低い（非公表企業4.42回）。従業員数が25,832人と多いが（非公表企業3,376人）、従業員1人当たり経常利益は5.59百万円（非公表企業2.57百万円）と高くなっている。

全変数に係る t 検定結果は表2のとおりである。

表2 t検定結果

変数	2013年		2014年		2015年	
	t値	有意確率 p	t値	有意確率 p	t値	有意確率 p
東証一部	-20.784	0.000 ***	-19.964	0.000 ***	-24.320	0.000 ***
3月決算	-4.840	0.000 ***	-4.829	0.000 ***	-3.702	0.000 ***
Big3監査	-4.832	0.000 ***	-4.795	0.000 ***	-5.293	0.000 ***
連結	-22.162	0.000 ***	-22.548	0.000 ***	-20.215	0.000 ***
ガラス・土石製品	-0.527	0.295	-0.547	0.295	0.774	0.118
ゴム製品	0.831	0.094	0.833	0.094	-1.044	0.000 ***
サービス業	5.333	0.000 ***	5.590	0.000 ***	8.681	0.000 ***
その他製品	0.958	0.051	1.322	0.051	0.234	0.639
パルプ・紙	-0.824	0.015 *	-0.795	0.015 *	-0.765	0.031 *
医薬品	-2.744	0.000 ***	-2.906	0.000 ***	-2.327	0.000 ***
卸売業	0.654	0.181	0.630	0.181	0.249	0.615
化学	-0.878	0.050 *	-0.945	0.050 *	-0.177	0.725
機械	-0.939	0.036 *	-0.938	0.036 *	-1.867	0.000 ***
金属製品	2.202	0.009 **	2.183	0.009 **	0.758	0.125
建設業	-1.341	0.001 **	-1.319	0.001 **	-1.204	0.005 **
鉱業	-0.780	0.002 **	-0.779	0.002 **	-0.779	0.002 **
小売業	4.058	0.000 ***	4.084	0.000 ***	1.961	0.001 ***
情報・通信業	3.164	0.000 ***	3.266	0.000 ***	1.174	0.034 *
食料品	1.820	0.010 *	1.883	0.010 *	3.193	0.001 ***
水産・農林業	0.632	0.205	0.604	0.205	0.626	0.209
精密機器	0.557	0.262	0.562	0.262	0.531	0.285
石油・石炭製品	-1.134	0.000 ***	-1.133	0.000 ***	0.590	0.236
繊維製品	0.720	0.146	0.725	0.146	0.706	0.154
倉庫・運輸関連	6.603	0.011 *	6.603	0.011 *	-0.303	0.546
鉄鋼	-0.938	0.063	-0.966	0.063	-1.092	0.002 **
電気機器	-1.776	0.000 ***	-1.792	0.000 ***	0.243	0.624
非鉄金属	-1.003	0.003 **	-1.021	0.003 **	-0.979	0.005 **
輸送用機器	-2.189	0.000 ***	-2.207	0.000 ***	-1.590	0.000 ***
売上高粗利益率	0.533	0.562	0.433	0.562	1.016	0.942
売上高営業利益率	-0.218	0.693	0.127	0.693	-1.357	0.304
売上高経常利益率	-0.219	0.693	0.171	0.693	-0.735	0.448
売上高当期利益率	-0.216	0.684	0.244	0.684	-0.505	0.339
売上高成長率	3.747	0.045 *	0.568	0.045 *	0.824	0.283
粗利益成長率	0.267	0.677	0.500	0.677	0.578	0.447
営業利益成長率	0.318	0.473	0.562	0.473	0.239	0.645
経常利益成長率	-0.257	0.661	-0.178	0.661	-0.056	0.931
当期利益成長率	-1.465	0.000 ***	0.420	0.000 ***	1.254	0.066
自己資本利益率(ROE)	-0.389	0.506	-0.246	0.506	-0.867	0.082
総資本利益率(ROA)	0.408	0.083	0.733	0.083	-0.307	0.063
総資本経常利益率	1.049	0.021 *	0.721	0.021 *	-0.342	0.021 *
売上債権回転率	0.475	0.384	0.417	0.384	0.333	0.537
棚卸資産回転率	0.344	0.527	0.291	0.527	0.544	0.350
仕入債務回転率	0.718	0.266	0.365	0.266	0.260	0.641
流動比率	5.931	0.005 **	1.176	0.005 **	1.605	0.070
固定比率	-0.860	0.224	-0.144	0.224	-0.845	0.551
当座比率	7.429	0.005 **	1.273	0.005 **	1.639	0.074
現預金比率	8.934	0.002 **	1.439	0.002 **	1.589	0.078
自己資本比率	1.481	0.398	3.482	0.398	3.138	0.176
インタレスト・カバレッジ・レシオ	0.457	0.382	0.640	0.382	0.917	0.098
借入金依存度	-2.476	0.014 *	-2.458	0.014 *	-2.451	0.172
営業CFマージン	-0.225	0.699	-0.007	0.699	-1.323	0.399
D/レシオ	-0.107	0.347	0.247	0.347	-0.955	0.937
固定長期適合率	-3.642	0.001 ***	-3.545	0.001 ***	-2.236	0.066
固定資産回転率	8.865	0.000 ***	10.164	0.000 ***	8.766	0.007 **
株主資本回転率	0.856	0.098	0.466	0.098	0.917	0.101
総資本回転率	4.036	0.000 ***	4.822	0.000 ***	5.149	0.000 ***
従業員1人当たり売上高	-1.871	0.052	-1.767	0.052	-1.644	0.214
従業員1人当たり営業利益	-1.166	0.000 ***	-1.085	0.000 ***	-0.448	0.687
従業員1人当たり経常利益	-1.180	0.000 ***	-1.103	0.000 ***	-1.388	0.018 *
従業員1人当たり当期利益	-2.224	0.074	-1.057	0.074	-0.770	0.737
従業員数	-6.095	0.000 ***	-6.159	0.000 ***	-6.177	0.000 ***
1株利益	-0.267	0.473	-1.530	0.473	-1.763	0.128
1株純資産	-0.659	0.003 **	-0.166	0.003 **	-3.135	0.046 *
1株配当	-1.028	0.001 ***	-1.369	0.001 ***	-4.174	0.000 ***
配当性向	0.227	0.652	-0.028	0.652	0.157	0.530
株価収益率	0.248	0.594	0.203	0.594	0.411	0.204
純資産倍率	0.260	0.503	0.515	0.503	2.344	0.023 *
時価総額	-6.252	0.000 ***	-4.546	0.000 ***	-6.022	0.000 ***
時価総額変動率	0.375	0.585	0.083	0.585	0.402	0.123
発行済株式総数	-6.429	0.000 ***	-6.614	0.000 ***	-6.509	0.000 ***

\* : p<0.05 \*\* : p<0.01 \*\*\* : p<0.001

出所：筆者作成

## 2. 企業価値創造と財務指標の相関

統合レポート公表企業と統合レポート非公表企業の特徴が明らかになったところで、つづいて H2 を検証する。H2 の検証に先立って、財務指標が 42 項目と変数が多いことから、元の変数が提供する情報を損なわずに少ない変数に集約してより財務指標の影響を正確に把握すべく、主成分分析を実施する。財務指標は取り扱う単位が異なり標準化されていない

いため、分析は相関行列とし、主成分の抽出基準は最小の固有値として1を設定する。

主成分分析の結果、財務指標は以下のとおり合成変数へと集約された。①収益性指標は元の変数4点から合成変数1点へと集約された（2015年は2点）。主な成分は営業利益以降の各段階損益に係る利益率と、売上高粗利益率の2点であった。②成長性指標は元の変数5点から合成変数2点へと集約された。主な成分は売上高・粗利益に係る成長率と、営業利益以降の各段階損益に係る成長率であった。③効率性指標は元の変数6点から合成変数2点へと集約された（2013年は3点）。主な成分は利益率に係るものと回転率に係るものであった。④安全性指標は元の変数10点から合成変数3点へと集約された。主な成分は短期安全性（流動比率、当座比率など）、長期安全性（固定比率、借入金依存度、DEレシオなど）、財務構造（固定比率、自己資本比率、DEレシオなど）に係るものであった。⑤流動性指標は元の変数3点から合成変数1点へと集約された。主な成分は総資本回転率に係るものであった。⑥1人当たり指標は元の変数10点から合成変数3点へと集約された。主な成分は短期安全性、長期安全性、財務構造に係るものであった。⑦株式関連指標は元の変数9点から合成変数4点（2014年は5点）へと集約された。株主への還元（配当性向、株価収益率）、企業規模（時価総額、発行済株式総数）、利益水準（1株利益）などの傾向はあるが、過年度3ヵ年を通じての一定の傾向が見受けられなかった。

主成分分析によって作成された合成変数に基礎情報および業種を独立変数として加え、H2を検証する。統合レポート公表企業の企業価値と財務指標との相関を確かめるべく「統合レポート公表企業の企業価値は、非公表企業と比較して財務指標と相関がない」という帰無仮説を対立仮説として設定した。これについて回帰分析を実施し、帰無仮説を棄却することでH2を立証することとした。回帰分析にあたっては、トービンのqを従属変数とした強制投入法を実施した。ここで、トービンのqとは、企業価値を表す指標の1つであり、「(株式時価総額+負債総額)÷(総資産)」で計算される。トービンのqは事業活動により生み出した価値と保有している資産の価値を比較するもので、企業がどれだけ価値を創造したかを表す指標として適切であり、先行研究においても企業価値を表す指標として用いられていることから、本論文において従属変数として用いることとした。また、対象として、①全上場企業、②統合レポート非公表企業、③統合レポート公表企業の3つに区分し、独立変数は①全変数、②基礎情報+業種のみ、③財務指標（主成分分析によって作成された合成変数）のみ、の3つに区分して実施した。

回帰式は、統合レポート公表企業を対象としているわけではないが、ガバナンス項目が企業価値に与える影響を検討しているという点で本論文と共通している先行研究である[内田2012]、[西谷・武田2014]を参考に、以下のとおり設定した。

$$Y_{it} = \beta X_{it-1} + \varepsilon_i$$

Y：企業価値を捉える変数（トービンのq：(時価総額+負債)/純資産)

X：独立変数（合成変数、基礎情報、業種、コーポレートガバナンス要因（後述））

B：推定パラメーター

E：誤差項

i：企業

t：年（同時性の問題があり、因果関係の成立には一定期間を要する可能性を考慮して

コーポレートガバナンス要因については1期間前のデータを用いる)

その結果、年度ごとの決定係数である自由度調整済み R 二乗値は、統合レポート公表企業における財務指標を独立変数とした場合および全変数を独立変数とした場合に、相関関係の目安である 0.7 を超えるものであった。有意差の内容を検討すると、収益率と企業規模に大別された。収益率については、収益性 1（各段階損益別の売上高利益率）、効率性 1（自己資本利益率、総資本経常利益率、総資本利益率）、1 人当たり関連 1（従業員 1 人当たり各段階損益）などが挙げられる。企業規模については、1 人当たり関連 2（従業員数）、株式関連 3・4（純資産倍率、発行済株式総数、時価総額変動率）などが挙げられる。企業価値の向上には、これらの指標を向上させることが肝要であることが明らかとなった。

決定係数の年次推移および複数年度にわたり有意差が生じた合成変数の一覧は、それぞれ表 3・表 4 のとおりである。

表 3 決定係数の年次別推移

		2013年	2014年	2015年
全上場企業	全変数	0.972	0.298	0.494
	基礎情報+業種	0.019	0.116	0.108
	財務指標	0.972	0.249	0.471
統合レポート 非公表	全変数	0.972	0.293	0.496
	基礎情報+業種	0.019	0.115	0.108
	財務指標	0.972	0.245	0.473
統合レポート 公表	全変数	0.821	0.924	0.763
	基礎情報+業種	0.126	0.192	0.255
	財務指標	0.792	0.926	0.729

出所：分析結果を元に筆者作成

表 4 複数年度にわたり有意差が生じた合成変数の一覧

財務指標	2013年		2014年		2015年	
	t値	有意確率p	t値	有意確率p	t値	有意確率p
収益性1	-1.625	0.108	-5.279	0.000 ***	4.947	0.000 ***
効率性1	2.477	0.015 *	3.482	0.001 ***	-0.354	0.724
1人当たり関連1	-1.270	0.208	-6.296	0.000 ***	-5.533	0.000 ***
1人当たり関連2	-3.022	0.003 **	-6.665	0.000 ***	-3.491	0.001 ***
株式関連1	-2.340	0.022 *	-4.266	0.000 ***	0.997	0.322
株式関連3	7.105	0.000 ***	4.830	0.000 ***	6.094	0.000 ***
株式関連4	-0.317	0.752	14.292	0.000 ***	6.693	0.000 ***

\* : p<0.05 \*\* : p<0.01 \*\*\* : p<0.001

出所：分析結果を元に筆者作成

### 3. 企業価値創造とコーポレートガバナンス要因の相関

統合レポート公表企業の企業価値については財務指標によって決定される要因が大きいことが明らかとなった。つづいて、H3を検証するために、説明変数としてコーポレートガバナンス要因を追加して回帰分析を実施する。統合レポート公表企業の企業価値とコーポレートガバナンス要因との相関を確かめるべく「統合レポート公表企業の企業価値は、コーポレートガバナンス要因によって影響をうけない」という帰無仮説を対立仮説として設定した。これについて回帰分析を実施し、帰無仮説を棄却することで H3 を立証することとした。第二節にて使用した統合レポート公表企業に関するデータについて、基礎情報および業種を除いて、コーポレートガバナンス要因を追加したデータを作成する。どのような要因を変数として追加するかについては、財務指標と同様の理由で「開示 Net」より抽

出した。追加したコーポレートガバナンス要因は表5のとおりである。

表5 コーポレートガバナンス要因の変数一覧

指標		単位	定義
大項目	小項目		
持分割合	政府及び地方公共団体	%	政府・地方公共団体により持分比率
	金融機関	%	金融機関による持分比率
	金融商品取引業者	%	金融商品取引業者による持分比率
	その他の法人	%	上記以外による国内法人による持分比率
	外国持分割合	%	(外国法人+外国個人)による持分比率
	個人持分割合	%	(外国個人+個人その他)による持分比率
役員構成・役員報酬	取締役	人	社内取締役の合計人数
	社外役員	人	社外取締役および社外取締役の合計人数
	社外取締役	人	社外取締役の合計人数
	全役員に占める社外役員割合	%	社外役員合計人数÷全役員合計人数(社内・社外含む)
	全取締役に占める社外取締役割合	%	社外取締役合計人数÷全取締役合計人数(社内・社外含む)
	取締役報酬総額	百万円	社内取締役に対する支払報酬合計額(退職慰労金を除く)
	社外役員報酬総額	百万円	社外役員に対する支払報酬合計額
	一人当たり取締役報酬	百万円	社内取締役に対する支払報酬合計額(退職慰労金を除く)÷社内取締役合計人数
	一人当たり社外役員報酬	百万円	社外取締役に対する支払報酬合計額(退職慰労金を除く)÷社外取締役合計人数

出所：企業内容開示のデータベース「開示 Net」を元に筆者作成

コーポレートガバナンス要因については、調査対象となった各社の有価証券報告書から入手したものを利用する。従属変数としてのトービンの  $q$  とコーポレートガバナンス要因には内生性のうち同時性の問題があるため、合成変数の対象年度より1期前のコーポレートガバナンス要因を用いることとした。こうして、トービンの  $q$  を従属変数とした強制投入法による回帰分析を実施した。回帰分析にあたっては、対象として、①全変数、②財務指標（主成分分析によって作成された合成変数）+持分割合、③財務指標（主成分分析によって作成された合成変数）+役員構成+役員報酬の3つに区分して実施した。その結果、年度ごとの決定係数である自由度調整済み  $R^2$  乗値は、コーポレートガバナンス要因を追加した場合には財務指標のみの場合と比較して、相関関係が概ね増加するものであった。有意差の内容を検討すると、複数年度にわたって有意差が確認されたコーポレートガバナンス要因は、社外取締役および一人当たり取締役報酬であった。

分析①財務指標+全変数、②財務指標+持分割合、③財務指標+役員構成+役員報酬、それぞれの決定係数の年次推移は表6のとおりである。

表6 決定係数の年次別推移

変数	2013年	2014年	2015年
財務指標+全変数	0.872	0.927	0.763
財務指標+持分割合	0.843	0.922	0.761
財務指標+役員構成+役員報酬	0.831	0.922	0.739
(参考)財務指標のみ	0.792	0.926	0.729

出所：分析結果を元に筆者作成

分析①財務指標+全変数・②財務指標+持分割合・③財務指標+役員構成+役員報酬において、複数年度にわたり有意差が生じた変数の一覧は、それぞれ表7・表8・表9のとおりである。



表7 複数年度にわたり有意差が生じた変数（財務指標＋全変数）

	2013年		2014年		2015年	
	t値	有意確率p	t値	有意確率p	t値	有意確率p
収益性1	-0.827	0.411	-5.013	0.000 ***	3.677	0.000 ***
効率性1	2.770	0.007 **	3.129	0.003 **	-0.332	0.741
1人当たり関連1	-1.870	0.066	-5.370	0.000 ***	-4.323	0.000 ***
1人当たり関連2	-1.654	0.103	-5.436	0.000 ***	-2.749	0.008 **
株式関連3	5.869	0.000 ***	2.251	0.027 *	4.603	0.000 ***
株式関連4	-0.189	0.851	11.572	0.000 ***	6.921	0.000 ***
社外取締役	2.870	0.006 **	0.228	0.821	2.285	0.025 *

\* : p<0.05 \*\* : p<0.01 \*\*\* : p<0.001

出所：分析結果を元に筆者作成

表8 複数年度にわたり有意差が生じた変数（財務指標＋持分割合）

	2013年		2014年		2015年	
	t値	有意確率p	t値	有意確率p	t値	有意確率p
収益性1	-2.086	0.040 *	-5.302	0.000 ***	4.681	0.000 ***
効率性1	2.142	0.035 *	3.021	0.003 **	-0.795	0.429
1人当たり関連1	-1.618	0.110	-5.727	0.000 ***	-4.859	0.000 ***
1人当たり関連2	-2.191	0.031 *	-5.655	0.000 ***	-2.269	0.026 *
株式関連3	7.094	0.000 ***	2.552	0.012 *	5.041	0.000 ***
株式関連4	-0.154	0.878	14.953	0.000 ***	7.153	0.000 ***

\* : p<0.05 \*\* : p<0.01 \*\*\* : p<0.001

出所：分析結果を元に筆者作成

表9 複数年度にわたり有意差が生じた変数（財務指標＋役員構成・役員報酬）

	2013年		2014年		2015年	
	t値	有意確率p	t値	有意確率p	t値	有意確率p
定数	5.764	0.000 ***	3.589	0.001 ***	2.124	0.037 *
収益性1	-0.909	0.367	-4.823	0.000 ***	3.683	0.000 ***
効率性1	2.876	0.005 **	3.644	0.000 ***	-0.332	0.741
1人当たり関連1	-1.783	0.079	-5.796	0.000 ***	-4.251	0.000 ***
1人当たり関連2	-2.889	0.005 **	-6.342	0.000 ***	-3.273	0.002 **
株式関連3	6.487	0.000 ***	4.393	0.000 ***	4.883	0.000 ***
株式関連4	-0.914	0.364	11.149	0.000 ***	6.698	0.000 ***
一人当たり取締役報酬	1.412	0.163	2.015	0.047 *	2.838	0.006 **

\* : p<0.05 \*\* : p<0.01 \*\*\* : p<0.001

出所：分析結果を元に筆者作成

## V. まとめ

本章においては、設定した問いと仮説について、統計分析から得られた知見を整理するとともに、実務へ適用するまえに検討すべき事項や、今後の課題について集約する。

### 1. 結論の概要

まず、H1 については概ね妥当であったと考えられる。t 検定の結果、統合レポート公表企業は非公表企業と比較して、①日本の大手企業である、②大規模投資や長期投資を必要とする業種に属している、③借入比率が高く、固定資産投資による作業効率化が進んでいる、しかしながら、収益性の高さについては、有意な差が見られなかった。統合レポートを公表するという積極的な開示姿勢は収益力には関連づけられていないのが現状である。

つづいて、H2 については、その妥当性が確認された。年度ごとの決定係数である自由度調整済み R 二乗値は、統合レポート公表企業における財務指標を独立変数とした場合および全変数を独立変数とした場合に、相関関係の目安である 0.7 を超えるものであった。統合

レポート公表企業はIRに対する意識が高く、財務指標以外の要因による影響を受ける可能性が低くなっていると考えられる。

最後に、H3は概ね妥当であることが確認された。年度ごとの決定係数である自由度調整済みR二乗値は、コーポレートガバナンス要因を追加した場合には財務指標のみの場合と比較して、相関関係が概ね増加するものであった。財務指標にガバナンス変数を追加することで説明力が増加していた。

総じて、国内の上場企業において、統合レポートを公表している企業はまだ少数派であり、企業内容開示制度への対応に積極的な大手企業が公表しているのが実情といえる。ESG要因の重要性が社会的に認知されつつあるとはいえ、企業価値が財務指標によって大きく左右される状況にかわりはなく、コーポレートガバナンス要因によって企業価値は影響を受けてはいるが企業価値そのものを左右するほどの影響を受けているわけではないと考えられる。

## 2. 今後の課題

第一に、検証方法やサンプルについての課題がある。統合報告書そのものの定義が曖昧なため確定的な分析基準がないなか、検証方法を類似の先行研究にならうとともに変数を広く収集しているが、検証方法およびサンプルについてはより論理性を高めていくことが今後の課題である。

第二に、調査対象についての課題がある。本論文では、広く上場企業のなかで統合レポート公表企業と非公表企業を対象としており、全業種にまたがったものとなった。この点で、t検定の結果として得られた統合レポート発行企業の特徴から、医薬品事業やサービス業を展開している企業に調査対象を限定して調査項目を拡大するなど、業種別に調査を深化することは今後の課題といえる。また、従属変数として使用した企業価値指標であるトービンのqは株式時価総額を計算要素として含んでおり、企業内外の短期的な要素が反映されている可能性がある。研究開発などの大規模かつ長期的な視点での投資が必要な企業が活用している内部管理用の指標を従属変数として採用し、コーポレートガバナンス要因との相関関係をより明確にすることも今後の課題といえる。

今後は、上記の点に留意しながら、さらなる研究を進めていきたい。

以上

## 参考文献

- 伊藤邦雄(2015)「対話促進に向けた情報開示制度の統合的検討」『企業会計』第67巻第11号33-41頁
- 伊藤邦雄(2002)『企業事例に学ぶ実践・コーポレートブランド経営』日本経済新聞出版社
- 内田交謹(2012)「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第50巻第50号8-18頁
- 越智信仁(2015)『持続可能性とイノベーションの統合報告』日本評論社
- 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築(伊藤レポート) 2014年8月6日
- 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」2015年4月23日

- 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>>  
～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」2014年2月27日
- 金融庁「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2015年3月5日
- 古賀智敏・姚俊・島田佳憲(2011)「企業の持続的発展と非財務情報の開示のあり方」『産業経理』第71巻第1号13-26頁
- 武田克巳・西谷公孝(2014)「独立社外取締役やその属性別選任と株主価値」『証券アナリストジャーナル』第52巻第5号84-94頁
- 富山和彦(2011)「コーポレートガバナンス危機をめぐる課題と展望」『一橋ビジネスレビュー』60巻1号24-37頁
- 日本経済再生本部「「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—」2014年6月24日
- 日本公認会計士協会「経営研究調査会研究報告第28号「企業価値向上に関するKPIを中心としたCSR非財務情報項目に関する提言」」2006年7月19日
- 日本公認会計士協会「経営研究調査会研究報告第38号「投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置付け—動向と課題—」」2010年3月24日
- 日本公認会計士協会「経営研究調査会研究報告第44号「投資家向け報告におけるサステナビリティ課題の識別と重要性評価—開示課題を特定するための考え方と方法論の検討—」」2011年11月28日
- 日本証券アナリスト協会「企業価値分析におけるESG要因」2010年6月
- 光定洋介(2013)「人間の限界と、社外取締役や株主の企業の持続的成長に対する役割」『証券アナリストジャーナル』第51巻第12号75-81頁
- 與三野禎倫(2012)「財務と非財務の統合による経営と開示のダイナミズム—企業経営の視点」『企業会計』第64巻第6号46-55頁
- Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff, C. G. Raheja (2007), "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics* Vol 85, pp 66–101
- Coles, J. L., N. D. Daniel, L. Naveen (2007), "Boards: Does one sides fit all," *Journal of Financial Economics* Vol 87, pp 329–356
- Gordon, J. (2007) "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Price" *Stanford Law Review* Vol 59, pp 1465–1568
- Guest, P. M. (2008) "The determinants of board size and composition: Evidence from the UK" *Journal of Corporate Finance* Vol 14, pp 51–72
- International Integrated Reporting Council (2013.12.9) : The International<IR> Framework (日本公認会計士協会訳 『国際統合報告フレームワーク』2014年3月)
- Lev, B. and J. Hand (2003) : *Intangibles : Measurement, and Reporting*, Brookings Institution Press. (広瀬義州、晝間文彦、長束航、中嶋隆一、渡辺剛訳 『無形資産の評価』中央経済社 2008)
- Raheja, C. (2005) "Determination of board structure and composition: A theory of corporate boards," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 40, pp 283–306

Romano, D. (2005) “The Sarbanes-Oxley Act and Making of Quack Corporate Governance,” *The Yale Law Journal* Vol 114, pp 1521–1611

Sustainable Value EABIS Research Project (September 2009) European Academy of Business in Society

<sup>1</sup>伊藤邦雄(2002) 1980年代から1990年代にかけての日本の電機業界を対象として、該当期間における営業利益・期末従業員数・株式時価総額の3つの観点から企業を「価値創造企業」と「価値非創造企業」に分類し、1980年代には両者は資産構成の面では大きな差は見られないのに対して、1990年代には価値非創造企業は価値創造企業に比べて有形資産がはるかに大きく、価値創造企業の資産全体の半分以上を無形資産が占めていることを確かめ、日本において企業価値を決定する主要因子が有形資産から無形資産へシフトしていることを証明した。

<sup>2</sup>2010年6月に日本証券アナリスト協会が公表した「企業価値分析におけるESG要因」では、ESG要因が真に評価すべき企業価値に含まれていることが明示されている。

<sup>3</sup>IIRCとは、International Integrated Reporting Council(国際統合報告委員会)の略で、国際的に新たなディスクロージャーのフレームワークを開発するために設立された団体をいう。

<sup>4</sup><IR>とはIntegrated Reporting(統合報告)の略称をいう。

<sup>5</sup>EABISとはthe European Academy of Business in Societyの略称で、100以上の教育機関および企業で構成される団体のヨーロッパ支部である。

<sup>6</sup>2006年7月に日本公認会計士協会はEABISが公表した”Corporate Responsibility, Market Valuation and Measuring the Financial and Non-Financial Performance of the Firm”を和訳し、「経営研究調査会研究報告第28号「企業価値向上に関するKPIを中心としたCSR非財務情報項目に関する提言」」にて紹介している。

<sup>7</sup>「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」(2015年株式会社東京証券取引所発行)より

<sup>8</sup>「国内統合レポート発行企業リスト2014年版」(2014年ESGコミュニケーション・フォーラム)より。この場合の統合レポートは、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計算している。

<sup>9</sup>株式会社東芝が2015年7月20日に公表した「第三者委員会調査報告書の受領および判明した過年度決算の修正における今後の当社の対応についてのお知らせ」では、第三者委員会委嘱事項に関する要修正事項が1,562億円となっている。その後、同社が2015年9月7日に公表した「過年度決算の修正、2014年度決算の概要及び第176期有価証券報告書の提出並びに再発防止策の骨子等についてのお知らせ」によれば、派生影響等を含めて過年度の修正総額は2,248億円となっている。

<sup>10</sup>〔富山2011〕は、オリンパスや東芝の不正会計が生じた原因を日本特有のムラ社会型の取締役会構造にあると指摘し、不祥事が起きた場合に代表取締役が交代させられる体制を整えておくことが実効性のあるガバナンスであると主張している。

論文受領日：2016年 7月 3日

論文受理日：2016年 9月22日