

Title	統合報告と企業価値の関連性について
Sub Title	
Author	阿南, 晏樹(Anan, Anju) 村上, 裕太郎(Murakami, Yūtarō)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2018
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2018年度経営学 第3398号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002018-3398

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2018 年度）

論文題名

統合報告と企業価値の関連性について

主 査	村上 裕太郎 准教授
副 査	高橋 大志 教授
副 査	市来寄 治 専任講師
副 査	

氏 名	阿南 晏樹
-----	-------

論文要旨

所属ゼミ	村上裕太郎研究会	氏名	阿南 晏樹
(論文題名)			
<h3>統合報告と企業価値の関連性について</h3>			
(内容の要旨)			
<p>近年、新たな企業の情報開示の形として統合報告が注目を集めている。統合報告とは財務情報だけでなく、ESGなどの非財務情報も合わせて提供し、それらが中長期的な企業価値につながることを示す新たな情報開示の形である。本研究では、この統合報告に着目し、まず初めに統合報告の概念整理を行い、その後、前半では実証分析を行い、後半では事例分析を行った。</p> <p>実証分析では統合報告導入の決定要因分析と統合報告と企業価値の関連性についての分析を行った。前者については被説明変数に統合報告の有無を、説明変数に研究開発投資、コントロール変数に規模やリスク、収益性、成長性、などの統合報告導入に影響を与える可能性の高い変数を置いたロジット回帰モデルによる分析を行った。後者については、傾向スコアマッチングを用いたサンプルを作成し、被説明変数に企業価値の代理変数としてPBR、インプライド株主資本コスト、インプライド期待成長率を、説明変数に統合報告の有無とそれぞれの被説明変数へ影響を与える可能性のあるコントロール変数を用いたOLS回帰モデルによる分析を行った。その結果、①売上高研究開発費率の高い企業は、統合報告を導入する傾向が高いこと、②統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ、PBRが高い傾向にあること、③統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ、株主資本コストが低い傾向にあること、④統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ期待成長率が高い傾向にあることがわかった。</p> <p>後半では統合報告書の事例分析を行った。国内の統合報告書の中で高い評価を受けているエーザイ、オムロン、丸井グループの3社の統合報告書の分析を行った結果、共通する特徴として①独自の経営理念や経営哲学を持ち、それを徹底的に強調している、②CEOやCFOといったトップマネジメントが積極的に関与している、③社会的価値の実現を経営目的や目標、戦略レベルといった上位概念で捉えている、④資本コストへの意識やKPIマネジメント、最適資本構成といった財務戦略が秀逸である、ことがわかった。以上の4つのポイントは優れた統合報告の要件とも言い換えることができる。新たに統合報告書を導入する場合や、よりよい統合報告書を作成したい場合には以上のような点を考慮することで、企業価値向上につながるような優れた統合報告書に近づく可能性がある。</p> <p>本研究の課題としては、サンプル・サイズの増加、イベントスタディ等を用いたより短期の分析、資本コストと期待成長率の推定モデルの改善、統合報告の質を考慮した実証分析などがあげられる。以上を今後の課題としてさらなる検証を行いたい。</p>			

目次

1. はじめに	1
1-1. 統合報告とは	2
1-2. 統合報告の現状	4
1-3. 統合報告書と従来の情報開示の違い	6
1-4. 問題意識	8
2. 先行研究	9
2-1. 統合報告に関する先行研究	9
2-2. 非財務情報と企業価値に関する先行研究	10
2-3. 本研究の貢献	12
3. 仮説の設定	13
4. リサーチ・デザイン	16
4-1. 株主資本コストおよび期待成長率の推定	16
4-2. 統合報告導入の決定要因	18
4-3. 統合報告と企業価値の関連性	20
4-4. 傾向スコアマッチング	24
4-5. サンプルおよびデータ	25
5. 分析結果と解釈	26
5-1. 統合報告導入の決定要因	26
5-2. 統合報告と企業価値の関連性	28
6. 統合報告書の事例分析	36
6-1. 統合報告書における重要概念	36
6-1-1. 価値創造	36
6-1-2. マテリアリティ	39
6-2. 分析のフレームワークと選定企業	41
6-3. エーザイの統合報告書	42
6-4. オムロンの統合報告書	53
6-5. 丸井グループの統合報告書	63
6-6. 3社の統合報告書の特徴	73
7. 結論と課題	76
参考文献	78

1. はじめに

近年、統合報告という新たな情報開示への注目が高まっている。統合報告とは財務情報だけでなく、ESGなどの非財務情報も合わせて提供し、それらが中長期的な企業価値につながることを示す新たな情報開示の形である。本研究ではこの統合報告に着目し、初めに統合報告の概念整理を行う。その後、前半では計量経済学的手法を用いた統合報告に関する実証分析を行い、後半では統合報告書の事例分析を行う。

実証分析では、統合報告導入の決定要因と統合報告と企業価値の関連性を示した。前者については、売上高研究開発費率の高い企業が統合報告を導入する傾向が高いという結果となった。つまり、研究開発を重視する企業は、情報の非対称性を緩和するため、統合報告を導入するインセンティブが働いている可能性が考えられる。また企業規模が大きく、PBRが低く、売上高成長率が低く、有利子負債の多い企業が統合報告を導入する傾向が高いということがわかった。後者については、企業価値の代理変数としてPBR、株主資本コスト、期待成長率を用いて、これらと統合報告発行の有無との関係性を分析した。その結果、統合報告を発行した企業はそうでない企業に比べ、PBRが高く、株主資本コストが低く、期待成長率が高いという結果を得た。つまり統合報告は企業価値にプラスの影響を与えている可能性があることがわかった。このように統合報告と研究開発費の関係性および統合報告が企業価値に与える影響について分析したものは、調べた限りでは日本企業を対象にしたものは存在しないため、本研究の貢献といえる。

事例分析では、国内で高い評価を受けているエーザイ、オムロン、丸井グループの統合報告書の分析を行い、企業価値向上につながるような優れた統合報告とはどのようなものかについての考察を行った。その結果、3社の統合報告書の特徴として、①独自の経営理念や経営哲学を持ち、実現したい価値を徹底的に強調している、②CEOやCFOといったトップマネジメントが積極的に関与している、③社会的価値の実現を経営目標や戦略レベルといった上位概念でとらえている、④資本コストへの意識やKPIマネジメント、最適資本構成といった財務戦略が秀逸、ということがわかった。よって、これらの4つの視点が優れた統合報告書の要件ともいえ、これらの点を意識することで、企業価値向上につながるような優れた統合報告書に近づく可能性がある。

1-1. 統合報告とは

近年、統合報告という新たな情報開示への注目が高まっており、統合報告書を発行する企業は増加傾向にある¹。国際統合報告協議会（IIRC）が公表している国際統合報告フレームワークによると、統合報告書とは「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、及び見通しが、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である。」と定義されている²。また統合報告書の基礎概念として「統合報告書は、組織が利用し、影響を与える資源及び関係（フレームワークでは「資本」と総称される。）についての洞察を提供することを目的としている。また、組織が短、中、長期的に価値を創造するために外部環境及び資本と、どのように相互作用するかについての説明を目指すものでもある。」と述べられている。ここでいう資本は財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本から構成されるとしている。これらの資本を情報という観点から見ると財務資本と製造資本は財務情報、それ以外の資本は非財務情報と分けることができる。つまり統合報告書とは財務情報だけでなく、ESG といった非財務情報も合わせて提供し、それらが中長期的な企業価値につながることを示すことで、投資家とのコミュニケーションをとるツールといえる³。これまで企業財務報告とは別に CSR 報告書やサステナビリティ報告書といったものは存在してきたが、財務報告書とそれらが全く別のものとして発行されてきており、CSR やサステナビリティへの取り組みが経営戦略とどのように結びつき、中長期的な企業価値につながるかといったことはあまり示されてこなかった。このような問題を解消するのが統合報告であるといえる。

統合報告が求められる背景には大きく 2 つある。

第 1 に、企業価値の源泉が無形資産へとシフトしていることである。OCEAN TOMO(2015)によれば、米国において企業価値に占める無形資産の割合が 1975 年には 17%だったものが、年々増加し 2015 年には 87%となっている。また加賀谷(2017)は、日本市場においても米国ほどではないが、財務情報の有用性が低下しており、無形資産のプレゼンスが高まっていることを示している。さらには、

¹ 厳密には統合報告と統合報告書の意味は異なる。IIRC の定義によれば統合報告は「統合思考を基礎とし、組織の、長期にわたる 価値創造に関する定期的な統合報告書と、これに関連する価値創造の側面についてのコミュニケーションにつながるプロセス」とされている。

² IIRC とは International Integrated Reporting Council の略称で、統合報告の推進やフレームワークの作成を行う非営利団体である。

³ ESG とは Environment(環境)、Social(社会)、Governance(ガバナンス)の頭文字をとったものであり、近年、企業および投資家はこの ESG に考慮した経営および投資が求められている。

企業は社会的価値の創出を通じて経済的価値も実現できるという CSV (Porter & Kramer,2011)があらたな企業戦略の形であるという認識も高まっている。このため、投資家は企業を判断する上で企業価値の源泉である目に見えない資産に注目する必要が高まっており、企業は財務情報だけでなく非財務情報も開示しそれらが中長期的な企業価値創造につながっていることを示す必要がある。そしてそれらの情報を基に、投資家と企業が建設的な対話(エンゲージメント)を積極的に行い、企業価値の向上を目指していくべきであるという考え方が高まってきている。

第2に持続可能な社会の実現への要請が高まっていることである。地球温暖化等の環境問題や、人権問題、資本主義のショートターミズムによる経済発展の限界などが露呈し、これらを乗り越え、持続可能な社会を実現していくためには企業、投資家がともに ESG を考慮した経営と投資を行っていく必要がある。実際、日本でも GPIF が PRI に署名したことから、ESG 投資の考えは急速に広まってきている⁴。そこで企業は ESG 等のサステナビリティへの取り組みを報告するために CSR 報告書等が活用されてきた。しかし、それらが企業の経営戦略とどのように結びつくかといったことは考慮されておらず、情報量だけが膨大となったため、非財務情報と財務情報を統合させた新たな情報開示の形である統合報告が求められるようになった。

また統合報告の特徴として原則主義(プリンシプル・ベース)を採用していることがあげられる。実際、IIRC のフレームワークでは、開示原則として、戦略的視点と将来志向、情報の結合性、ステークホルダーとの関係性、重要性、簡潔性、信頼性と完全性、首尾一貫性と比較可能性をあげ、内容要素としては組織概要と外部環境、ガバナンス、ビジネスモデル、リスクと機会、戦略と資源配分、実績、見通し、作成と表示の基礎という項目を挙げている。しかし、どのような指標を開示すればよいかといった具体的な内容等については触れられておらず、企業の裁量に任されている部分が多いといえる。またオクトパス・モデルという価値創造のフレームワークも示しているが、抽象的なものであり、企業としてはそれらを自社にどのように当てはめればいいのか難しいという現状があるように思われる。このようなプリンシプル・ベースを採用していることが、企業が統合報告を発行する上でハードルが高く、またすでに統合報告を発行していてもその質が形式的なものから実質的なものまでバラつきが大きい要因の一つである。

⁴ PRI とは Principles for Responsible Investment の略称で、責任投資原則と訳されるものである。PRI では ESG を考慮した投資を行うという趣旨が述べられている。

1-2. 統合報告の現状

統合報告の現状を知る上で、KPMGが毎年発行している「日本企業に関する統合報告書に関する調査」が非常に有用である。同レポートによれば日本企業の統合報告書の発行状況は図1のようになっている。日本企業が発行する統合報告書は年々増加しており、2017年においては前年度に比べ50社増の341社となっている。日経225採用銘柄で見ると57%にあたる129社が導入している。この数字からも統合報告への注目が近年高まっていることは明らかである。

また、業種別に統合報告書を発行している企業を見てみると図2のようになっている。発行企業割合を見てみると、空運業、海運業、保険業、医薬品の順に割合が多く、これらの業種は積極的に統合報告を導入していることがわかる。また前年度と比べ、最も発行企業数が増加したのは化学であった。このように業種によって統合報告を導入する傾向は大きく異なる。例えば医薬品のように顧客の命に関わる製品を開発するため高い社会的責任が求められたり、多額の研究開発費を必要とすることから短期的な業績に囚われず、中長期的な価値創造を示す必要がある業種は統合報告を導入する傾向が高いといえる。



341社

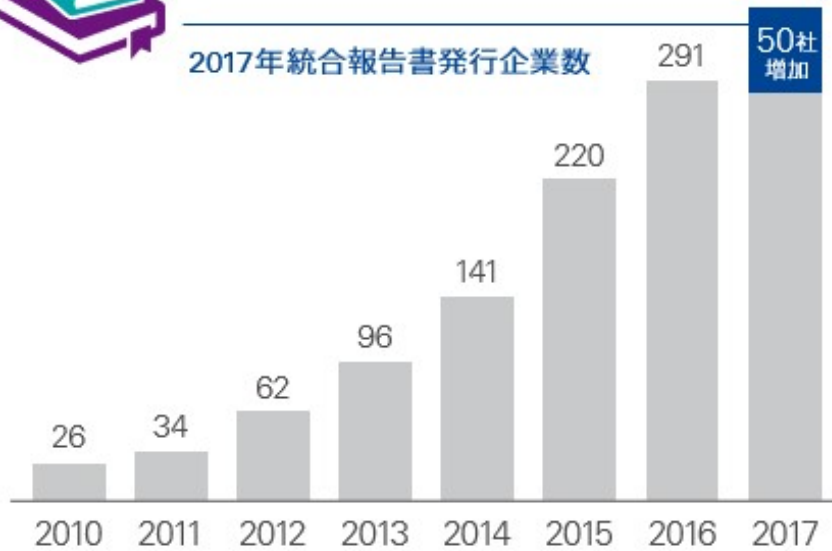


図 1 統合報告書の発行企業数

出所:KPMG「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」



図 2 業種別の発行状況

出所:KPMG「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」

1-3. 統合報告と従来の情報開示との違い

企業が行う情報開示には大きく分けて、制度開示と自発的開示がある。制度開示とは法令や諸原則に基づき、企業が強制的に開示を行わなければならないものである。制度開示はさらに法的開示と適時開示に分類することができる。法的開示の例としては有価証券報告書、適時開示の例としては四半期報告書などがある。一方、自発的開示とは制度開示のように強制的に行わなければならないものではなく、様式なども指定されていない為、企業独自の工夫が可能となるものである。この制度開示か自発的開示かという軸と、掲載される情報が主に財務情報か非財務情報かという軸でそれぞれの報告書を分類すると図3のようになる。

	制度開示	自発的開示
財務情報	<ul style="list-style-type: none"> ・有価証券報告書 ・四半期報告書など 	<ul style="list-style-type: none"> ・アニュアルレポート
非財務情報	<ul style="list-style-type: none"> ・内部統制報告書など 	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block; background-color: #003366; color: white; font-weight: bold;">統合報告書</div> <ul style="list-style-type: none"> ・CSR報告書など

図3 統合報告書のポジショニング

出所:筆者作成

統合報告書のポジショニングは自発的開示かつ財務情報と非財務情報の両方を掲載したものとなる。これまでの報告書との違いは、この財務情報と非財務情報を統合させるという点である。以前から優れたアニュアルレポートにおいても、財務情報と非財務情報を統合させたものはいくつか散見されてることから、統合報告書はアニュアルレポートの進化版のような形に近いといえる。

ここで混乱されがちなのは、統合報告書とCSR報告書の違いである。これらの違いを示したものが、姚(2015)を参考に加工した表1である。この表で重要な点としては、統合報告書のターゲット(読み手)は財務資本提供者であり、CSR報告書のターゲット(読み手)はマルチステークホルダーであるということである。もうひとつ重要な点は簡潔性という点である。統合報告書は企業価値に影響を及ぼすような重要な部分のみを簡潔に示すものであるが、CSR報告書はサステナビリティへの取り組み等を詳細に載せるものであるという違いがある。つまり、統合報告書とCSR報告書は全く別物であるということがわかる。しかし、

KPMG の調査によれば統合報告書を発行している企業の 74%は CSR 報告書を発行していないという状況であり、新たに統合報告書を発行した企業は従来発行していた CSR 報告書を発行しないという行動をとることが多い。つまり、統合報告書が CSR 報告書を代替するものであるという認識が広がっている。しかしながら、これでは向山（2015）が指摘するように、統合報告によって重要性の名のもとに切り捨てられてしまう可能性のある CSR 情報があり、企業価値と正の相関を有する CSR 情報のみが選択されてしまう危険性がある。したがって、統合報告書を CSR 報告書の代替とする考え方には問題がある。

他にも、日本企業は ESG を機会としてとらえる側面が多いが、投資家が重視するのはどちらかといえばリスクとしての ESG であり⁵、日本企業はリスクとしての ESG への意識が低いように感じる。リスクとしての ESG 要因の例としてはサプライヤー管理があげられる。持続可能な調達が求められる時代において、サプライヤーの管理は非常に重要なイシューであり様々な潜在的なリスクが存在する。統合報告書では、リスク要因としてサプライヤー管理について触れられているものが多いが、そのほとんどが詳細な情報については開示されていないことが多い。これは、統合報告書は上記で述べたように簡潔性が求められているため、より詳細な開示をしてはこの原則と反することになるためであろう。しかし、統合報告書を発行している企業のほとんどは CSR 報告書を発行していないため、サプライヤー管理に関する詳細な情報を容易に手に入れることができないという事態が発生する可能性がある。以上のことから、統合報告書と CSR 報告書は全く別物であり、可能であるならば両方を開示することが望ましいといえる。

表 1 統合報告書と CSR 報告書の違い

	統合報告書	CSR報告書
ターゲット（読み手）	財務資本提供者	マルチステークホルダー
思考	統合的	分離的
報告視点	将来思考	過去思考
時間軸	短期・中期・長期	短期
簡潔性	重要な部分のみ	詳細な記載
ビジネス戦略との関係	整合性が高い	読み取りにくい
投資者の利用	将来業績の予測に役立つ	あまり利用されない
技術利用	IT活用	紙ベース

出所：姚(2015)を基に筆者加工。一部追加および省略を行っている

⁵ FTSE Russell 社の調査(Smart beta:2017 global survey findings from asset owners)によれば、ESG 投資の目的の最も大きな項目は投資リスクの低減となっている。

1-4. 問題意識

統合報告はあくまで自発的開示であり、強制されるものではない。企業からすればすでにアニュアルレポートや CSR 報告書は発行しており、新たに統合報告を発行するには追加的なコストが発生する。それでも上記で述べたように近年、統合報告を発行する企業は急激に増加している。では、どのような属性を持った企業がわざわざコストをかけてまで統合報告を導入するのであろうか。これが本研究で明らかにしたいことの 1 つ目である。

第 2 に、わざわざコストをかけてまで発行した統合報告は、企業にとって何かしらのプラスの影響をもたらしているのかということである。統合報告は今後の新たな情報開示の形として期待されているが、何かしらの有用性がなければ企業はわざわざコストをかけてまで統合報告を発行するインセンティブはない。そして、すでに統合報告を発行している企業は、何かしらのプラスの効果を受けている可能性がある。これが本研究で明らかにしたいことの 2 つ目である。

第 3 に、優秀な統合報告とはどのようなものなのかということである。統合報告はプリンシプル・ベースを採用しているため、企業の裁量に任されている部分が多く、そのことが逆に統合報告を困難にしている要因のひとつである。実際、日経 225 採用銘柄では半数以上の企業が統合報告を導入しているが、東証一部上場企業で言えばまだ 15%程度に過ぎない。また統合報告は実質的なものから形式的なものまで、質のバラツキが多いという現状もあり、CSR 報告書等となんら変わりのないものなども散見される。そこで本研究では、優秀な統合報告書の事例分析を通じて、それらの特徴等を明らかにし、企業は統合報告を発行するうえでどのような点を意識すべきなのかについての考察を行う。

2. 先行研究

統合報告が注目されるようになってきたのは、比較的最近であり、統合報告に関する先行研究は少ない。そこで以下では実証分析を用いた研究を中心に統合報告だけでなく、ESGなどの非財務情報と企業価値に関する先行研究も取り上げる。

2-1. 統合報告に関する先行研究

林(2014)は統合報告書の有無と機関投資家持株比率との関係に着目し、機関投資家持株比率の高い企業、企業規模(時価総額の対数値)の大きい企業、医薬品業種が統合報告を導入する傾向があるという結果を得ている。機関投資家は年金基金や投資信託の運用委託を受け、基本的に長期投資を原則に行う資産運用会社が大半を占めると考えられる。したがってこの結果から、統合報告書は長期投資を行う機関投資家にとっての中長期的な企業価値を判断する材料になっている可能性が考えられる。

木村・大森(2016)は日経225採用銘柄の2009-2014年のデータをもとに統合報告の有無と企業の収益性、成長性、リスクの関係を分析し、売上高成長率が高い企業、企業規模の大きい企業、簿価時価比率が高い企業(株価が割安になっている企業)が統合報告を導入する傾向が高いという結果を得ている。また統合報告書を形式的なものと実質的なものに定性的に分類し、前者が売上高成長率の高い企業、後者が企業規模が大きく、簿価時価比率の高い企業が統合報告を導入する傾向があるという結果を得ている。形式的なものと実質的なものに分けた基準としては、IIRCフレームワークにおける6つの資本である財務資本、社会・関係資本、人的資本、自然資本、知的資本、製造資本を価値創造プロセスに結びつけようとしているかという視点を基に分類を行ったと述べられている。

海外の研究ではFrias-Aceituno et al.(2014)が統合報告導入の決定要因分析を行っている。フォーブス・グローバル2000の企業を対象に、ロジット回帰分析を行い、結果として企業規模が大きく、収益性が高く、GRIのガイドラインを適用した開示を行い、企業間競争が激しくない業種に属している企業が統合報告を導入する傾向があることを示している。

また、他の海外の研究では統合報告書が企業価値に与える影響について分析したものもある。Barth et al.(2016)では説明変数としてEY社の所有データであるintegrated report quality (IRQ)を、被説明変数としてbit-ask spread、トービンのQ、将来期待キャッシュフロー、株主資本コストを用いた分析を行っている。その結果、IRQのスコアとbit-ask spreadおよび株主資本コストには統

計的に有意な負の関係性があり、IRQ のスコアとトービンの Q および将来期待キャッシュフローには統計的に有意な正の関係性があることを示している。つまり IRQ の高い企業は企業価値が高いことを示している。

このように、日本における統合報告書に関する実証研究では、統合報告書の導入の決定要因を分析したものはあるが、Barth et al.(2016)のような統合報告書が企業価値を高めるといった逆の因果を実証したものは調べた限りでは存在しない。

2-2. 非財務情報と企業価値に関する先行研究

加賀谷（2017）は日本企業の財務情報の有用性の低下の実態を、米国の先行研究に照らして検討している。日本でも米国同様、財務情報の有用性が低下しており、純資産や経常利益と株価関連性によるモデル説明力（調整済み決定係数）が低下傾向であることを示している。また、総資産に占める無形固定資産の割合や総費用に占める販管費の割合が増加しており、簿価と時価の乖離も進展しているものの、米国ほど財務情報の有用性が低下しているとは言えないと述べている。

大鹿（2016）は非財務情報と企業価値の関連性についての実証分析を行い、統合報告として開示すべき非財務 KPI の提言を行っている。CO2 排出量、従業員関連情報（従業員数、平均年齢調整済み平均年間給与等）、株主総会活性化と株式時価総額の関連性について実証分析を行い、CO2 排出量と株式時価総額については負の関係性、従業員関連情報および株主総会活性化と株式時価総額については正の関係性があることを統計的に示し、これらを非財務 KPI として検討することを提言している。

柳・吉野（2016）は IIRC フレームワークにおける 5 つの非財務資本（知的資本、人的資本、製造資本、社会・関係資本、自然資本）と企業価値（PBR）との価値関連性について実証分析を行い、製造資本以外は正の関係があることを統計的に示している。また知的資本と人的資本に着目し、これらの代理変数として研究開発費と人件費を用いて MVA（PBR1 倍越えの部分）と正の関係があることを統計的に示している。

曾我（2014）は経営理念と株主資本コストの関係性について実証分析を行っている。経営理念も立派な非財務情報のひとつである。企業がどのステークホルダーに配慮した経営方針を持っているかを、決算短信の中からどのステークホルダーに関連したキーワードが含まれているかによって判断している。それらの情報をステークホルダーダミー変数として、株主のみに配慮、株主とその他のステークホルダーに配慮、株主以外のみに配慮、どのステークホルダーにも配慮

なしの 4 パターンに分け、株主のみと株主とその他のステークホルダーに配慮のダミー変数の係数がマイナスに有意であることを示している。したがって、株主および株主以外のステークホルダーに対して適切に配慮するような企業の経営姿勢が、株主資本コストを低下させる可能性があることを示している。

井口 (2013) は、非財務情報が運用会社のアナリストが行う DCF 等の企業価値評価における業績予想についてどのような影響を与えるかを、ニッセイアセットマネジメントの社内データを用いて示している。結果として、同社が行う ESG レーティングが高い企業群は、企業価値創造のドライバーである売上高の予想推移や EBITDA 利益率の改善予想度合が高く、他と比べて高いバリュエーションがつけられていることを示している。また、今後の課題として企業価値創造と非財務情報のつながりを企業が発信することを上げ、それにより投資家と企業とのコミュニケーションを活性化すべきと述べている。まさに統合報告がこの役割を果たし、統合報告書の中で中長期的な企業価値創造を示すことで、高いバリュエーションが付き、市場から高い企業価値として評価される可能性がある。

加藤(2018)は MSCI の ESG スコアと株主資本コストの関係性を分析している。株主資本コストの代理変数としてはベータ値を採用している。結果として、2014-2016 年のそれぞれのクロスセクション回帰において、G スコアの係数は有意にマイナスとなったが、E スコアと S スコアについてはいずれもマイナスに有意とはならなかった。日本の資本市場ではガバナンスファクターは企業価値に織り込まれているといえるが、環境や社会ファクターについては企業のディスクロージャーもまだ十分といえず、市場は十分に評価していないと考えられると述べている。

張替 (2018) は説明変数として特許関連情報と MSCI の ESG スコアを、被説明変数として Gordon モデルを用いた PER の分解式から推定したインプライド期待成長率を用いてその関係性を分析している。結果として、特許関連ファクターのいくつかはプラスに有意となり、ESG スコアについては S スコアがマイナスに有意となっている。S スコアは働き方改革を含めた労務管理や社会的サプライチェーンへの責任遂行等、企業評価上大きな関心となっているが、回帰係数がマイナスのため市場ではインプライド成長性への抑制になると評価されている。

以上を要約すると、先行研究においては概ね、ESG 等の非財務情報と企業価値に正の関係性があることが示されている。

2-3. 本研究の貢献

本研究の貢献をまとめると以下の通りである。第 1 は、統合報告導入の決定要因について研究開発費に着目したことである。本研究では、先行研究では触れられていない研究開発費を説明変数に加えた分析を行い、研究開発投資と統合報告導入の関連性についての考察を行う。また、統合報告導入の決定要因について、先行研究よりサンプル・サイズを増加させた分析を行う。先行研究で用いられているデータは 2014 年以前のものであり、当時はまだ日本国内で統合報告書を発行している企業は非常に少なかった。上記でも述べた通り、統合報告書を発行する企業は近年大幅に増加しているため、最新のデータを用いることでより正確な分析が行える可能性がある。

第 2 に、統合報告が企業価値に与える影響を実証分析によって明らかにすることである。日本国内の先行研究では統合報告の導入要因の実証分析は行われているが、統合報告が企業価値に与える影響という逆方向の因果を分析したものは存在しない。統合報告が企業価値に影響を及ぼすのかを明らかにすることで、企業はコストをかけてまで統合報告という新たな情報開示を行う必要があるのかということを示したい。また、傾向スコアマッチングを用いて、統合報告発行企業の特徴に似たサンプルを抽出し、より頑健性の高い分析を行う。

第 3 に、統合報告書の事例分析を行い、優秀な統合報告書の特徴や共通する部分を明らかにすることである。統合報告書はプリンシプル・ベースを採用しているため、企業側の裁量に任されている部分が多い。これが統合報告を困難にしている理由のひとつである。そこで、本研究では優秀な統合報告書を分析することで、統合報告を導入するにはどのような点を意識する必要があるのかを明らかにしたい。

3. 仮説の設定

企業が情報開示を行う目的は、主に情報の非対称性の緩和であろう。では情報の非対称性が大きい企業とはどのような企業であろうか。そのひとつに研究開発集約的な企業が上げられる。見えない資産が注目される中、IIRCのフレームワークでいう知的資本の代理指標である研究開発投資は企業が中長期的な企業価値創造を果たしていくうえでは非常に重要である。しかし、様々な先行研究で指摘がある通り、そのような企業価値と強い結びつきをもつ研究開発投資は、日本の現状の会計制度では費用計上されるため短期的には利益を低下させる要因となる。また野間(2005)が指摘するように、有価証券報告書等で開示される研究開発に関する情報は極めて限られている⁶。つまり、多額の研究開発費を拠出する企業は情報の非対称性が高まりやすい可能性がある。そこで企業は、自社の研究開発費投資が中長期的な企業価値創造に結び付いているという情報を投資家に開示するインセンティブが働くと考えられる。また、投資家から見ても、研究開発投資に積極的な企業に対しては、企業価値評価等において非財務情報をより重視する可能性が考えられ、企業としてはそのニーズに対応しようとするであろう。実際、石光(2018)は研究開発集約的な企業のビット・アスク・スプレッドは拡大する傾向があることを実証し、研究開発集約的な企業は投資家間の情報の非対称性が悪化している可能性があるとして述べている。一方で、野間(2005)は企業自らがIR活動により、研究開発投資の有効性を示すことで、投資家はその効果を株価に反映させることを示している。よって企業は統合報告を通じて自社の行う研究開発費投資が中長期的な企業価値創造につながっているという情報を示すことで企業と投資家の間、あるいは投資家と投資家の間の情報の非対称性を緩和させるという行動をとる可能性がある。したがって以下の仮説を設定する。

仮説 1

研究開発を重視する企業は、統合報告を導入する傾向が高い

⁶ 伊藤邦雄編(2005)「無形資産の会計」中央経済社,第10章 研究開発投資に対する株式市場の評価 P339-P356

統合報告によって企業は何かしらのプラスの効果を得ている可能性がある。資本主義社会において、企業の目的のひとつは企業価値の向上であろう。企業がコストをかけてまで、統合報告を導入した結果、企業価値の向上を実現できるのであれば、その意義は非常に大きい。そこで以下の大仮説を設定する。

大仮説

統合報告は企業価値を高める

さらに以下では企業価値の代理変数として **PBR**、株主資本コスト、期待成長率をあげる。

まず 1 つ目は **PBR** である。**PBR** は株式時価総額を純資産簿価で割ったものであり、この値が 1 倍未満だと会社の解散価値を下回り、価値破壊の状況といえる。逆に 1 倍を超えていれば時価が簿価を上回り、付加価値がつけられた状態といえるため価値創造の状況といえる。つまり **PBR** は企業が価値創造を行っているかどうかを図る指標ともいえる。またエーザイの **PBR** モデルによれば、**PBR**1 倍超の部分である市場付加価値 (**MVA**) を **IIRC** フレームワークの 5 つの非財務資本である知的資本、人的資本、製造資本、社会・関係資本、自然資本の和であると定義している⁷。また **PBR** が 1 倍と乖離している部分は正あるいは負のインタンジブルズが反映されているという見方もできる。よって統合報告を通じて企業が価値創造につながる **IIRC** フレームワークの 5 つの非財務資本やインタンジブルズを開示することで、**PBR** が向上する可能性が考えられる。そこで以下の仮説を設定する。

仮説 2

統合報告を導入した企業は、そうでない企業に比べ **PBR** が高い

企業価値を表すモデルは数多く存在するが、基本的には企業がもたらす将来のキャッシュフローの現在価値が企業価値となる。この現在価値を計算する際には、将来のキャッシュフローを資本コストで割り引く必要がある。さらに定率成長モデルの考えを用いれば企業価値は以下のように表すことができる。

$$\text{企業価値} = \frac{CF}{r-g}$$

ここで **CF** はキャッシュフローを、**r** は資本コストを、**g** は期待成長率を表している。つまり企業価値はキャッシュフロー、資本コスト、期待成長率の関数で表

⁷ 柳(2017)「ROE 経営と見えない価値」中央経済社 P17-19 に詳しい。

すことができる。したがって、資本コストが下がれば企業価値は向上する。そして、本研究では資本コストとして株主資本コストを採用する。理由としては、統合報告は主に株主をターゲットとしており、また企業価値は債権者価値の変動が少ないことから、株主価値に直結するためである。須田他 (2004) によれば、優れたディスクロージャーを行っている企業はそうでない企業に比べ株主資本コストが低い傾向にあることが示されている。よって、統合報告を導入した企業は株主とのエンゲージメントが進み、情報の非対称性が緩和することで、株主資本コストが低下している可能性がある。そこで以下の仮説を設定する。

仮説 3

統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ、株主資本コストが低い。

企業価値はキャッシュフロー、資本コスト、期待成長率の関数で表すことができることを上記で示した。したがって期待成長率が上がれば、企業価値は向上する。期待成長率はその企業の将来のキャッシュフロー、あるいは利益がどの程度持続的に成長できるかを表す指標である。つまり持続可能性が高いと評価されている企業は、この期待成長率が高いといえる。よって統合報告で企業が ESG 等の取り組みを開示し、それが企業の持続可能性にもつながるものであると判断されれば、この期待成長率が高まる可能性がある。そこで以下の仮説を設定する。

仮説 4

統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ、期待成長率が高い。

4. リサーチ・デザイン

本章ではまず、株主資本コストおよび期待成長率の推定方法について述べる。次に、どのような属性の企業が統合報告を導入するのかという統合報告導入の決定要因を分析するモデル式と、統合報告と企業価値の関連性に関するモデル式について説明を行う。また、本研究では傾向スコアマッチングを行っていることから、その概要と必要性について述べる。

4-1. 株主資本コストおよび期待成長率の推定

初めに、本研究で用いる株主資本コストおよび期待成長率の推定方法について説明する。

まずは株主資本コストについてである。株主資本コストの推定方法は一般的に Sharpe (1964) および Lintner (1965) によって提唱された CAPM や Fama-French(1993) の 3 ファクターモデルを用いることが多い。しかし、これらはあくまで過去の実現したデータを用いて推定され、その推定期間によって値が大きく異なるため、正確性に欠ける可能性がある。そこで本研究では、インプライド株主資本コストを採用する。インプライド株主資本コストとは、株式価値の評価モデルに業績予想データ等を代入し、暗黙的に使用されている株主資本コストを逆算して求めるものである。株式価値の評価モデルに関しては須田他(2004) が用いている、2 期後の予想利益が永続かつ株主資本簿価が 2 期先の期首以後に変動がないと仮定した残余利益モデルを用いる。また、期首の株主資本簿価に当期純利益と配当金の差額を加えたものが、期末の株主資本簿価になるというクリーンサープラスの関係を用いれば、 t 時点の株主価値を以下の様な式で表すことができる。

$$\begin{aligned} V_t &= b_t + \frac{E_t[x_{t+1}^\alpha]}{1+r} + \frac{E_t[x_{t+2}^\alpha]}{(1+r)r} \\ &= b_t + \frac{f(1)_t - r \cdot b_t}{1+r} + \frac{f(2)_t - r \cdot b(1)_t}{(1+r)r} \\ &= \frac{d(1)_t}{1+r} + \frac{f(2)_t}{(1+r)r} \quad \dots (1) \end{aligned}$$

V_t : t 時点の株主価値

b_t : t 時点の株主資本簿価

x_t^α : t 期の残余利益

r : 株主資本コスト

$f(1)_t$: t 時点における 1 期後の予想純利益
 $f(2)_t$: t 時点における 2 期後の予想純利益
 $b(1)_t$: t 時点における 1 期後末の株主資本簿価
 $d(1)_t$: t 時点における 1 期後の予想配当

(1)式の左辺に時価総額あるいは株価を代入し、その時点での業績予想データを右辺に代入することで株主資本コストを逆算して求めることができる。本研究では、株価および時価総額は決算期 3 カ月後末の値を用いる。

次に期待成長率の推定方法について述べる。期待成長率については張替(2018)を参考に、ゴードンモデルを用いた PER の分解式に、CAPM で推定した株主資本コストを代入することで、逆算する方法を採用する⁸。式は以下のように表すことができる。

$$PER = \frac{1}{r-g}$$

$$g = R_f + \beta_t(R_m - R_f) - \frac{EPS(1)_t}{P_t}$$

r : 株主資本コスト

g : 期待成長率

R_f : 15 年国債利回り

β_t : t 時点における過去 60 カ月のヒストリカル・ベータ

R_m : 市場全体の期待収益率

$EPS(1)_t$: t 時点における 1 期後の予想 EPS

P_t : t 時点における株価

リスクフリーレートは各年度の決算期 3 カ月後末時点の 15 年国債利回りを採用した。市場全体の期待収益率とリスクフリーレートの差額である市場リスクプレミアムは、張替(2018)と同様に一律 6%とした。ヒストリカル・ベータは決算期 3 カ月後末時点での過去 60 か月間の TOPIX と個別銘柄の週次リターンを基に算出した。株価は決算期 3 カ月後末時点のものを用い、予想 EPS についてもその時点で公表されている値を採用した。以上により、インプライド期待成長率を算出した。

⁸ PER の分解式的前提は配当性向が 100%であるということである。つまり $EPS=DPS$ となり、期待成長率は EPS および DPS の期待成長率ととらえることができる。

4-2. 統合報告導入の決定要因

どのような属性の企業が統合報告を導入するかを分析するためのモデルとして、林(2014)および大森・木村(2016)を参考に以下のようなロジット・モデルを用いる。

$$IR_t = \alpha + \beta_1 R\&D_t + \beta_2 PBR_{t-1} + \beta_3 LN MV_t + \beta_4 SG_t + \beta_5 Debt_t + \beta_6 ROE_t \\ + Year_dummy + Industry_dummy$$

IR: 統合報告を発行している企業に 1、そうでない企業を 0 としたダミー変数

R&D: 研究開発費/売上高

PBR: 時価総額/期末純資産

LN MV: 時価総額の自然対数値

SG: (売上高-前期売上高) / 前期売上高

DEBT: 有利子負債総額/期首総資産

ROE: 当期純利益/期首純資産

Year_dummy: 2014 年から 2017 年の年次ダミー

Industry_dummy: 東証 33 業種ダミー

被説明変数の *IR* は統合報告を発行している企業に 1、そうでない企業を 0 とするダミー変数である。被説明変数にこのような質的変数を用いているため、ロジット・モデルを採用している。

説明変数は売上高研究開発費率を用いている。分母に売上高をとった理由としては、経営者がどの程度の研究開発費を拠出するかという意思決定を考える際に、研究開発費は損益計算書の費用に該当するため、売上高に対する比率を目安にすることが一般的であると考えられるためである。研究開発投資を重視する企業はこの値が大きい傾向にあると考えられる。

コントロール変数は、先行研究で用いられているものを中心に、株価の割安度、規模、成長性、レバレッジ、収益性、年度、業種といったものを考慮している。

株価の割安度については *PBR* を用いている。株価が割安であると評価されている企業は、統合報告を通じて割安な株価を是正としようとするインセンティブが働く可能性がある。また株価が割安であると評価され、統合報告を導入するという意思決定を行うまでには、ある程度の時間がかかると考えられるため、1 期前の *PBR* を採用している。回帰係数の符号はマイナスと予想する。さらに *PBR* は成長性やリスクについての代理変数ともいえ、総合的な指標であるため

採用している。

規模については先行研究と同様、時価総額の自然対数値を用いている。企業規模の大きい企業は、資金や人材といった組織スラックを持つことから、統合報告を発行するだけの余裕がある可能性が高い。実際、林(2014)、木村・大森(2016)および Frias-Aceituno et al.(2014)の先行研究ではいずれも、統合報告の有無と企業規模は有意な正の関係性があることを示している。よって回帰係数の符号はプラスと予想する。

成長性については前年度からの売上高成長率を用いる。林(2014)が述べるように、成長性が高い企業ほど統合報告書作成に十分な経営資源を投下する余裕がなく、成長性が高いということ自体が投資家から高い評価を受けているので、統合報告による開示を行う必要性が低いと考えられる。よって回帰係数の符号はマイナスと予想する。また成長性については **PBR** も代理変数となるため、割安株と評価されている企業、あるいは成長性が低い企業は **PBR** が低いといえる。

レバレッジについては、総資産に対する有利子負債の総額を用いる。投資家は、有利子負債の多い企業をリスクが高いと評価する。これは企業価値評価における割引率が上昇することを意味する。その対応として、企業は統合報告を通じて資本コストを低減させようとするであろう。よって回帰係数の符号はプラスと予想する。

収益性については、林(2014)および木村・大森(2016)と同様に **ROE** を用いる。これは先行研究でも述べられているように、統合報告のターゲットは主に株主であり、株主にとっての収益性を表す指標は **ROE** であるためである。**ROE** の低い企業は投資家にとってはあまり魅力のない企業である。しかし、**ROE** は分子に当期純利益を用いているため、企業が構造改革等を行っている最中であれば、一時的に **ROE** は低下する可能性がある。そこで企業はこういった事情を、統合報告を通じて投資家に伝達するインセンティブが働く可能性がある。よって回帰係数の符号はマイナスと予想する。

最後に年次ダミーと業種ダミーである。年次ダミーについては景気やマクロ変数の影響をコントロールするため、また年によって統合報告を発行する企業数は大きく異なるため加えている。業種ダミーについては、上記で示したように業種によって統合報告を発行する企業の割合は大きく異なるため、業種の特性による効果をコントロールすることを目的として加えている。

4-3. 統合報告と企業価値の関連性

統合報告と企業価値の関連性については OLS を用いた分析を行う。

まずは被説明変数が PBR の場合である。統合報告と PBR の関連性についての分析モデルは以下の通りである。

$$\begin{aligned} PBR_t = & \alpha + \beta_1 IR_{t-1} + \beta_2 ROA_t + \beta_3 LNNTA_t + \beta_4 SG_t + \beta_5 R\&D_t + \beta_6 CASH_t \\ & + \beta_7 PPE_t + \beta_8 IFA_t + \beta_9 DEBT_t + Year_dummy \\ & + Industry_dummy \end{aligned}$$

PBR: 時価総額/純資産

IR: 統合報告を発行している企業に 1、そうでない企業を 0 としたダミー変数

ROA: 経常利益/期首総資産

LNNTA: 総資産の自然対数値

SG: (売上高 - 前期売上高)/前期売上高

R&D: 研究開発費/売上高

CASH: 現預金保有高/期首総資産

PPE: 有形固定資産/期首総資産

IFA: 無形固定資産/期首総資産

DEBT: 有利子負債総額/期首総資産

Year_dummy: 2015 年から 2017 年の年次ダミー

Industry_dummy: 東証 33 業種ダミー

被説明変数の PBR については、分子の時価総額は決算期 3 カ月後末の時価総額を用いている。PBR は株主資本の時価と簿価の比率であり、1 倍を基準として考えることができるが、1 倍を超えればその企業は価値創造を行えている状態といえる。すなわち PBR は株主価値を創造できているかを表す指標ととらえることができるため、企業価値の代理変数として採用した。

説明変数は統合報告を発行している企業に 1、そうでない企業を 0 としたダミー変数である。この変数の係数がプラスに有意であれば、統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ PBR が高い傾向にあるということがいえる。

コントロール変数については、PBR が成長性やリスク、株価の割安度といったことを示す総合的な指標であるため、数多くの変数を用いた。

まずは収益性を表す指標として分子に経常利益を用いた ROA を採用した。収益性の高い企業は、価値創造を行えている企業である可能性が高いため、回帰係数の符号はプラスと予想する。

規模については総資産の自然対数値を用いた。企業規模の大きい企業は、成熟した企業である可能性が高いため、回帰係数の符号はマイナスと予想する。

成長性の指標として売上高成長率を用いた。PBR は成長性の高い企業では高くなる傾向がある。直近の売上高が成長している企業は、成長性が高い企業である可能性が高い。よって回帰係数の符号はプラスと予想する。

売上高研究開発費率については IIRC のフレームワークで言う知的資本の代理変数として用いた。IIRC のオクトパス・モデルでは財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本を用いて価値創造を行うという一連の流れが描かれており、これら 6 つの資本は企業価値を説明する変数ともいえる。その中でも、知識集約化が進んでいる現代において、知的資本は企業価値創造の上で非常に重要なファクターとなる。柳・吉野(2016)においても、被説明変数に PBR の 1 倍越えの部分である MVA (市場付加価値) を用いた分析で、説明変数として知的資本の代理変数として研究開発費を時価総額でデフレートしたものをを用いている。本研究では売上高研究開発費率をコントロール変数として用い、回帰係数の符号はプラスと予想する。

現預金についても PBR に何かしらの影響を及ぼしている可能性が高い。多額の現預金保有はエージェンシーコストを発生させるという指摘もあるが、一方で資金繰りが良く、安定的なキャッシュフローを稼ぐビジネスモデルを構築することができる企業であるともいえる。実際、砂川他 (2006) は現金保有比率が高い企業は時価簿価比率が高いことを示している。そこで現預金保有高を総資産でデフレートした変数をコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予測する。

有形固定資産は IIRC のフレームワークで言う製造資本の代理変数といえるであろう。しかし、柳・吉野(2016)は PBR を被説明変数とし、説明変数に IIRC の 6 つの資本をそれぞれスコア化した値の回帰分析を行った結果、製造資本だけがプラスに有意とならないという結果を得ている。このように企業価値に占める製造資本の重要性は低下してきていると考えられるものの、有形固定資産を総資産でデフレートしたものをコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予想する。

無形固定資産はのれんや特許権を表しており、バランスシート上に載るインタンジブルズである。一方、バランスシート上に載らないインタンジブルズには例えば、ブランドや顧客ロイヤルティといったものがあげられる。企業価値の源泉が無形資産にシフトしていると言われていた中、このバランスシート上に載るインタンジブルズの重要性も向上してきていると考えられる。そこで無形固定資産を総資産でデフレートとしたものをコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予想する。

有利子負債の定義は、流動負債に含まれる短期借入金、社債、リース債務と固定負債に含まれる長期借入金、社債（転換社債含む）、リース債務の合計値とした。有利子負債は企業のリスクを表す指標のひとつであるため、投資家は企業価値評価を行う際に高い割引率を設定する可能性がある。その結果、理論株価が下がり **PBR** が低下する可能性がある。しかし、その一方で有利子負債が多いということは、自己資本比率が低下し、**PBR** の分母である純資産簿価が相対的に小さくなるので、**PBR** が向上する可能性もあり、後者の影響のほうが強いと考えられる。そこで有利子負債総額を総資産でデフレートしたものをコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予想する。

年次ダミーについては景気やマクロ変数の影響をコントロールするために、また業種ダミーについては業界の成長性といった固有の効果をコントロールするために変数として加えた。

統合報告と株主資本コストの関連性については以下のモデルを用いる。

$$CoE_t = \alpha + \beta_1 IR_{t-1} + \beta_2 BETA_t + \beta_3 LNNTA_t + \beta_4 BTM_t + \beta_5 DEBT_t + Year_dummy + Industry_dummy$$

CoE : 株主資本コスト

IR: 統合報告を発行している企業に 1、そうでない企業を 0 としたダミー変数

BETA: 過去 60 か月間のヒストリカル・ベータ

LNNTA: 総資産の自然対数値

BTM: 簿価時価比率(**PBR** の逆数)

DEBT: 有利子負債総額/期首総資産

Year_dummy: 2015 年から 2017 年の年次ダミー

Industry_dummy: 東証 33 業種ダミー

被説明変数はインプライド株主資本コストである。企業価値は株主資本コストの関数として表すことができ、株主資本コストが低ければ企業価値は高いといえる。

説明変数は統合報告を発行した企業に 1、そうでない企業を 0 としたダミー変数であり、係数がマイナスに有意となれば、統合報告を発行した企業はそうでない企業に比べ、株主資本コストが低い傾向にあるといえる。

コントロール変数については、曾我(2014)および須田他(2004)を参考とした。

まずはヒストリカル・ベータについてである。これは毎年決算期 3 カ月後末時点での過去 60 カ月の **TOPIX** と個別銘柄の週次リターンを基に算出している。

CAPMでも説明される通り、市場リスクは個別証券のリターンに影響を与える。そこでヒストリカル・ベータをコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予想する。

企業規模の代理変数としては総資産の自然対数値を用いた。須田他(2004)でも同様に、企業規模のファクターとして総資産の自然対数値を用いている。また小型株効果といったものが確認されていることから、規模をコントロール変数とし、回帰係数の符号はマイナスと予想する。

簿価時価比率はPBRの逆数であるが、Fama-Frenchの3ファクターモデルにおけるバリューファクターでも採用されている。バリュー株効果も数多く確認されていることから、簿価時価比率をコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予測する。

有利子負債は、企業のリスク指標となる。リスクが大きければ株主資本コストが高くなる傾向にある。曾我(2014)においても有利子負債を用いた変数を採用していることから、本研究でもリスク指標としてPBRのモデル式でも用いた有利子負債総額を総資産でデフレートした変数をコントロール変数とし、回帰係数の符号はプラスと予想する。

年次ダミーと業種ダミーについても上記と同様にコントロール変数に加えた。

最後に統合報告と期待成長率の関連性についてのモデルは以下の通りである。

$$IEG_t = \alpha + \beta_1 IR_{t-1} + \beta_2 ROE_t + \beta_3 LNTA_t + \beta_4 SG_f_t + \beta_5 DEBT_t + \beta_6 DIV_t + Year_dummy + Industry_dummy$$

IEG : インプライド期待成長率

IR: 統合報告を発行している企業に1、そうでない企業を0としたダミー変数

ROE: 当期純利益/期首純資産

LNTA: 総資産の自然対数値

SG_f: (予想1期後売上高-売上高)/売上高

DEBT: 有利子負債総額/期首総資産

DIV: 配当金総額/当期純利益

Year_dummy: 2015年から2017年の年次ダミー

Industry_dummy: 東証33業種ダミー

被説明変数はインプライド期待成長率である。企業価値は期待成長率の関数

として表すことができるため、期待成長率が高い企業は企業価値が高いといえる。

説明変数はこれまでと同様に統合報告を発行した企業に 1、そうでない企業を 0 としたダミー変数である。この変数の係数がプラスに有意であれば、統合報告を発行した企業はそうでない企業に比べ、期待成長率が高い傾向にあるといえる。

コントロール変数については張替(2018)を参考にした。

ROE については、内部成長率を構成する変数のひとつであるため、コントロール変数とする。理論的には ROE が向上すれば内部成長率は向上するが、張替(2018)ではそれとは逆に ROE と期待成長率はマイナスの関係性があることを示している。この結果を受け、回帰係数の符号はマイナスと予想する。

企業規模については上記と同様に総資産の自然対数値を用いる。企業規模の大きい企業は豊富な経営資源を保有していると考えられ、持続的成長性を実現できる可能性が高いため、回帰係数の符号はプラスと予想する。

成長性の指標として 1 期後の予想売上高を直近の売上高で除して求めた予想売上高成長率を用いる。投資家が企業評価を行う上で、暗黙的につける期待成長率は予想の売上高成長に強い影響を受ける可能性があるためである。また、張替(2018)においても予想売上高成長率をコントロール変数として用いている。回帰係数の符号はプラスと予想する。

有利子負債についても期待成長率に何らかの影響を及ぼしている可能性がある。そこで有利子負債をコントロール変数とする。予測符号については推測が難しいが、有利子負債はリスクを表す指標ともいえるため、株主資本コストを上昇させる可能性が高い。しかし、そのような企業でも PER は $r-g$ の逆数、つまり株主資本コストと期待成長率のスプレッドの逆数で表すことができるため、高い期待成長率を実現できれば高いバリュエーションがつくことになる。このようにリスクと成長性は密接な関係性があり、高成長企業はリスクが高いと考えられるため、回帰係数の符号はプラスと予想する。

配当性向は内部成長率を構成する変数のひとつであり、理論的には配当性向があがれば内部成長率は低下する。よって配当性向をコントロール変数とし、回帰係数の符号はマイナスと予想する。

最後に年次ダミーと業種ダミーについても上記と同様にコントロール変数に加えた。

4-4. 傾向スコアマッチング

統合報告を導入している企業としていない企業では、企業特性が大きく異なる

る可能性がある。例えば統合報告の導入要因を分析している先行研究を参考にすれば、規模などが考えられる。つまり単純に全データをプールした分析では、統合報告を導入している企業は元々企業規模が大きい企業であり、そのような企業特性が企業価値に与える影響をコントロールできないことになる。これを防ぐために、本研究では傾向スコアマッチングを行う。傾向スコアマッチングとは医学分野の研究で多く用いられる方法であり、ロジット回帰分析を用いて、患者ごとに（本研究では企業ごとに）傾向スコアを算出し、そのスコアが近い患者同士（企業同士）をマッチングさせる方法である。例えば、たばこが健康に与える影響を分析したいとする。分析対象のサンプル・サイズが 4000 あったとして、その中でたばこを吸う人が 500 人いたとする。この場合、たばこを吸う人は元々ストレスを抱えているなど、健康に対して何かしらの強い影響を与える属性を持っている可能性があり、全データをプールした分析では純粋にたばこを吸うことが健康に与える影響を分析することは難しくなる。ここで傾向スコアマッチングを用いることで、たばこを吸う人と同じような属性をもったたばこを吸わない人を抜き出し、およそ $500 \times 2 = 1,000$ のサンプル・サイズとなるサンプルを基に分析することで、たばこを吸う人の元々の属性をコントロールすることが可能になる。

本研究では統合報告を導入している企業と属性の似た統合報告を導入していない企業を抜き出すために、傾向スコアマッチング分析を行う。なお、傾向スコアを算出するためのロジット回帰の説明変数は、4-1 で述べた統合報告導入の決定要因分析で用いたものと同じものを用いる。また、それらの説明変数は統合報告を導入している期の 1 期前の値を用いる。

4-5. サンプルおよびデータ

本研究では、3 月期決算の銀行、証券、保険業を除いた東証一部上場企業を分析対象とする。分析対象期間は統合報告導入の決定要因分析に関しては 2014 年-2017 年とし、統合報告と企業価値の関連性の分析に関しては 2015 年-2017 年とした。財務株価データについては、「日経 NEEDS：社会科学情報検索システム」から収集し、業績予想データについては「Quick Astra Manager」より収集した。業績予想のデータは、Quick コンセンサス予想を用いた。これは Quick コンセンサス予想のデータは集計対象企業が広く、奈良・野間 (2013) によれば、近年 Quick コンセンサス予想の予想精度が向上しているという結果を得ているためである。また統合報告を発行している企業の判別については、2014-2017 年度の企業価値レポート・ラボの発行する国内自己表明型統合レポート発行リストに掲載されている企業を、統合報告発行企業とした。

5. 分析結果と解釈

5-1. 統合報告導入の決定要因

表 2 は、各変数の基本統計量を示している。また表 3 は各変数間の相関係数を示している。これらのデータは外れ値の影響を考慮し、ダミー変数と時価総額の自然対数值以外の変数に対し、1%タイル以下および 99%タイル以上のデータを外れ値とみなし、それらをそれぞれ 1%タイルおよび 99%タイルの値に変換する処理を行っている。表 3 の相関係数に着目してみると、売上高研究開発率費と統合報告ダミーの相関係数は 0.19 となっており、正の相関関係があることがわかる。企業規模（時価総額の自然対数）についても、統合報告ダミーとの相関係数は 0.38 と比較的強い正の相関関係にあり、先行研究と整合的な結果となっている。しかし、これらはあくまで、2 変数間の相関関係であり、他に統合報告導入に影響を及ぼす要因をコントロールしたものではない。

表 4 はコントロール変数を考慮した、ロジット回帰分析の結果を示している。なお、誤差項の不均一分散に対処するため、年と企業について **two way cluster robust** の手法を用いて標準誤差を算出している。結果を見てみると、売上高研究開発率の係数は有意にプラス(10%水準)であることがわかる。これは売上高研究開発率が高い企業は統合報告を導入する傾向が高いということを示しており、研究開発に積極的な企業は統合報告を導入するという仮説 1 を支持する結果となった。この結果は、コントロール変数に産業ダミーを加えているため、元々統合報告の発行割合が高く、売上高研究開発率の高い医薬品業種といった産業固有の効果を、ある程度コントロールした結果となっている。つまり業種に関わらず、売上高研究開発率の高い企業は統合報告を導入する傾向が高いということが言える。また **PBR** の係数は有意にマイナス(1%水準)、企業規模の係数は有意にプラス(1%水準)となっており、先行研究と整合的な結果となった。これは株価が割安に評価されている企業が、統合報告を導入することで、自社の非財務情報等を投資家に伝え、割安に評価されている株価を是正しようとする行動に出ている可能性が考えられる。また企業規模が大きい企業は、資金や人材といった経営資源が豊富であり組織スラックを持つため、統合報告の導入が可能となっている可能性が考えられる。さらに売上高成長率がマイナスに有意(1%水準)であるため、成長性の低い企業が統合報告を導入する傾向が高い。つまり株価が割安で、企業規模が大きく、成長性が低いという属性を持つ企業として考えられるのは比較的成熟した企業の可能性が高く、そのよう企業が統合報告を導入する傾向が高いともいえる。有利子負債の係数はプラスに有意(5%水準)である。有利子負債の多さは投資家から見れば、リスクの高い企業であると判断さ

れるため、株主資本コストが上昇し、企業価値評価において将来のキャッシュフロー等が大きく割り引かれる形となる。また銀行等の債権者に対しても、資金調達コストが高くなる可能性がある。よって企業は統合報告を通じて、資本コストの低減を図ろうと行動している可能性が考えられる。一方、ROEについては係数の方向はマイナスであるが、統計的には有意でない。林(2014)および木村・大森(2016)においてもROEの係数はマイナスであるものの、有意でないという結果を得ており、今回の結果は先行研究と整合的である。またROEが低い企業は、一般的には事業のライフサイクルの成熟段階にあると言われているため、上記で述べたような成熟した企業が統合報告を導入する傾向が高いという可能性をある程度支持する結果となった。

表 2 基本統計量

	最小値	最大値	平均値	標準偏差
IR	0.00	1.00	0.12	0.32
R&D	0.00	0.39	0.02	0.03
PBR	0.36	7.62	1.43	1.16
LNMC	7.59	17.07	11.22	1.60
SG	-0.22	0.51	0.05	0.11
DEBT	0.00	0.77	0.20	0.18
ROE	-0.21	0.37	0.09	0.08

表 3 相関表

	IR	R&D	PBR	LNMC	SG	DEBT	ROE
IR	1.00						
R&D	0.19	1.00					
PBR	0.02	0.07	1.00				
LNMC	0.37	0.22	0.25	1.00			
SG	-0.07	-0.03	0.26	0.04	1.00		
DEBT	0.03	-0.16	0.02	0.03	0.07	1.00	
ROE	0.00	-0.06	0.51	0.15	0.29	0.00	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している

表 4 統合報告導入の決定要因

モデル:ロジット回帰			
被説明変数:統合報告ダミー			
説明変数	略称	係数	z値
売上高研究開発費	R&D	3.63	1.76 *
株価純資産倍率	PBR	-0.19	-2.61 ***
時価総額の対数値	LNMC	0.83	21.96 ***
売上高成長率	SG	-1.64	-2.71 ***
有利子負債	DEBT	1.02	2.59 **
株主資本利益率	ROE	-1.00	-1.28
年次ダミー	Year_d	yes	
産業ダミー	Industry_d	yes	
切片	intercept	-13.48	-22.02 ***
擬似決定係数	0.28		
サンプル・サイズ	4,945		

※z 値は two way cluster robust の手法を用いて算出している

※*、**、***はそれぞれ有意水準 10%、5%、1%を示している。

5-2. 統合報告と企業価値の関連性

表 5 は統合報告と企業価値の関連性についての 3 つのモデル式で用いる全変数の基本統計量を示している。表 6～8 は傾向スコアマッチングを行っていないサンプルの変数間の相関係数を示しており、表 9～11 は傾向スコアマッチングを行ったサンプルの変数間の相関係数を示している。これらのデータは 5-1 と同様に、ダミー変数と総資産の自然対数値以外はすべて、1%タイル以下および 99%タイル以上の値を、それぞれ 1%タイルおよび 99%タイルの値に変換する処理を行っている。まず表 6 を見てみると、PBR と統合報告ダミーの相関係数は 0.17 となっており正の相関関係にあることがわかる。一方、傾向スコアマッチングを行ったサンプルの表 9 では、PBR と統合報告ダミーの相関係数は 0.03 となっておりわずかであるが正の相関関係にある。このように、相関分析だけを見れば、統合報告ダミーと PBR は正の関係性にあることが言えるが、PBR に影響を及ぼす他の要因をコントロールしていないため、2 変数の相関分析だけでは判断ができない。

表 12 は重回帰分析の結果である。ここでは傾向スコアマッチングを行ったサンプルと行っていないサンプルの両結果を掲載しているが、以下では傾向スコ

アマッチングを行ったサンプルを中心に分析を行う。傾向スコアマッチングを行ったサンプルでは、統合報告を発行する企業の属性をコントロールできているため、より正確な結果といえるからである。なお標準誤差に関しては、誤差項の不均一分散に対処するため、年と企業について **two way cluster robust** の手法を用いて算出している。

まず統合報告ダミーの係数は有意にプラス(1%水準)である。これは統合報告を発行している企業は、そうでない企業に比べて **PBR** が高い傾向であることを示している。**PBR** はその企業がどれだけ価値創造を行えているかを表す指標であると言え、**PBR** が1倍を超越している部分は企業の正のインタンジブルズが反映されているとも言える。よって統合報告を通じて、価値創造ストーリーや企業の重要なインタンジブルズを開示することで、高い **PBR** を実現できていると考えられる。また、全データをプールしたサンプルにおいても同様に統合報告の係数がプラスに有意(1%水準)となっている。**ROA** の係数はプラスに有意(1%水準)となっている。収益性と **PBR** は強い正の相関があると考えられるため、妥当な結果である。売上高研究開発費率の係数はプラスに有意(10%水準)である。研究開発費は **IIRC** のフレームワークでいう知的資本の代理変数とも言える。すなわち知的資本が充実している企業は企業価値が高いと言え、柳・吉野(2016)の結果とも整合的である。有利子負債の係数はプラスに有意(10%水準)である。これは有利子負債が多い企業は自己資本比率が低く、**PBR** の分母である純資産簿価が小さくなるためと考えられる。また **PBR** が高い企業は成長期にある企業が多く、そのような企業は純資産簿価が少なく、有利子負債が多い資本構成になるためとも考えられる。調整済み決定係数は44%と比較的高い値となった。

次に統合報告と株主資本コストの関係性について着目する。表5を見ると **CoE** (株主資本コスト) の推定値の平均値は7%である。伊藤レポートによれば、日本企業は **ROE8%** を目指すべきという提言が行われているが、これは日本企業に求める株主資本コストが平均で7%超という調査結果があるためである。すなわち今回推定した株主資本コストは伊藤レポートで言及されている値と非常に近い値となった。表7に着目してみると、**IR** (統合報告ダミー) と株主資本コストの相関係数は-0.07となっており負の相関関係であることがわかる。次に傾向スコアマッチングを行ったサンプルの表10に着目してみると、統合報告ダミーと株主資本コストの相関係数は-0.01となっており、わずかであるが負の相関関係であることがわかる。これらより、相関分析だけを見れば、統合報告ダミーと株主資本コストは負の関係性にあることが言えるが、株主資本コストに影響を及ぼす他の要因をコントロールしていないため、これだけでは判断できない。

表13は重回帰分析の結果である。ここでも上記と同様に傾向スコアマッチングのサンプルでの結果を中心に分析する。統合報告ダミーの係数はマイナスに

有意(10%水準)である。この結果は、統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ株主資本コストが低い傾向にあることを示している。これは統合報告を通じて、情報の非対称性が緩和されたことが要因として考えられる。一方、傾向スコアマッチングを行っていないサンプルについては、係数はわずかにプラスで有意とならなかった。ヒストリカル・ベータの係数は、傾向スコアマッチングを行ったサンプルでは係数はプラスであるものの、有意とはならなかった。一方、全データをプールしたサンプルではヒストリカル・ベータの係数はプラスに有意(1%水準)となった。これは CAPM でも説明されるように、個別証券のリターンは市場リスクで決まるという考えと整合的である。総資産の自然対数値の係数はマイナスに有意(5%水準)で、簿価時価比率の係数はプラスに有意(1%水準)である。これは Fama-French の 3 ファクターモデルで言う小型株効果およびバリュー株効果と整合的な結果といえる。また有利子負債の係数もプラスに有意である。株主資本コストはリスクの高い企業に対して、高い値がつけられると考えられるため、企業のリスク指標である有利子負債の大きさが株主資本コストとプラスの関係であることは妥当な結果である。また調整済み決定係数も 49%と比較的高い値となっている。

次に統合報告と期待成長率の関係性について着目する。表 5 を見ると期待成長率の推定値の平均値は-1%となっている。これは日本企業の期待成長率はマイナスとなっており、日本市場の成長性が低いことを示唆する結果となった。また、この結果は張替(2018)とも整合的な結果である。表 8 を見てみると、統合報告ダミーと期待成長率の相関係数は 0.18 となっており、正の相関関係にあるといえる。次に、傾向スコアマッチングを行ったサンプルの表 11 を見てみると、統合報告ダミーと期待成長率の相関係数は 0.08 となっており、正の相関関係にあることがわかる。ここでも相関分析だけを見れば、正の関係性にあることが言えるが、期待成長率に影響を及ぼす他の要因をコントロールしていないため、これだけでは判断できない。

表 14 は重回帰分析の結果である。ここでも傾向スコアマッチングのサンプルでの結果を中心に着目すると、統合報告ダミーの係数はプラスに有意(5%水準)となっている。この結果は、統合報告を発行している企業はそうでない企業に比べ、期待成長率が高い傾向にあることを示している。これは統合報告を通じて、ESG 等のサステナビリティへの取り組みなどが評価され、企業としても持続可能性が高いと評価されたことが要因と考えられる。一方、傾向スコアマッチングを行っていないサンプルでは、係数はプラスであるものの有意とはならなかった。ROE の係数はマイナスに有意(1%水準)となっている。これは張替(2018)の結果と整合的である。張替(2018)が述べるように、日本企業は ROE と期待成長率がトレードオフの関係性にあることがいえる。これは ROE の平均

回帰性といった特性が影響しているのではないかと考えられる。総資産の係数はプラスに有意(1%水準)である。これは規模の大きい企業のほうが豊富な経営資源を持つため、持続的な成長が可能であると評価されている可能性が考えられる。有利子負債の係数はマイナスに有意(1%水準)である。有利子負債の大きい企業は財務の健全性が低く、そのような企業の期待成長性は低いと評価されているといえる。これは事前の予測符号とは異なる結果となった。配当性向の係数はプラスに有意(5%水準)である。これも事前の予測符号とは異なるが、張替(2018)とは整合的な結果である。また調整済み決定係数は 3 つのモデル式の中では最も低い、30%を超える値となり、ある程度説明力の高いモデル式になったといえる。

表 5 基本統計量

	最小値	最大値	平均値	標準偏差
PBR	0.37	8.41	1.51	1.24
CoE	0.01	0.15	0.07	0.03
IEG	-0.10	0.05	-0.01	0.03
IR	0.00	1.00	0.10	0.31
BTM	0.12	2.74	0.97	0.54
ROA	-0.04	0.25	0.06	0.05
CASH	0.00	0.56	0.17	0.11
LEV	0.00	0.75	0.19	0.18
PPE	0.00	0.53	0.17	0.12
IFA	0.00	0.37	0.03	0.06
DIV	-0.80	2.46	0.29	0.37
R&D	0.00	0.39	0.02	0.03
SG	-0.22	0.42	0.03	0.09
LNTA	7.72	17.68	11.80	1.53
ROE	-0.22	0.37	0.08	0.08
BETA	0.21	1.28	0.73	0.23
SG_f	-0.16	0.36	0.05	0.07

表 6 相関表(統合報告と PBR Full Sample)

	PBR	IR	ROA	LNTA	SG	R&D	CASH	PPE	IFA	DEBT
PBR	1.00									
IR	0.17	1.00								
ROA	0.50	-0.06	1.00							
LNTA	0.08	0.38	-0.11	1.00						
SG	0.15	-0.09	0.29	-0.10	1.00					
R&D	0.32	0.27	0.16	0.19	0.08	1.00				
CASH	0.21	-0.03	0.38	-0.21	0.10	0.18	1.00			
PPE	-0.06	0.08	-0.09	0.06	-0.02	-0.06	-0.29	1.00		
IFA	0.28	0.27	0.09	0.27	-0.02	0.48	0.01	-0.04	1.00	
DEBT	-0.14	0.13	-0.42	0.23	-0.11	-0.16	-0.45	0.37	0.02	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している。

表 7 相関表(統合報告と株主資本コスト Full Sample)

	COE	IR	BETA	LNTA	BTM	DEBT
CoE	1.00					
IR	-0.07	1.00				
BETA	0.28	0.14	1.00			
LNTA	0.08	0.29	0.28	1.00		
BTM	0.45	0.00	0.25	0.12	1.00	
DEBT	0.35	0.13	0.30	0.35	0.30	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している。

表 8 相関表(統合報告と期待成長率 Full Sample)

	IEG	IR	ROE	LNTA	SG_f	DEBT	DIV
IEG	1.00						
IR	0.18	1.00					
ROE	-0.26	-0.05	1.00				
LNTA	0.08	0.29	-0.09	1.00			
SG_f	0.02	-0.03	0.15	-0.19	1.00		
DEBT	-0.11	0.11	-0.13	0.36	-0.05	1.00	
DIV	0.21	0.14	-0.07	0.00	0.04	-0.15	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している。

表 9 相関表(統合報告と PBR Matched Sample)

	PBR	IR	ROA	LNTA	SG	R&D	CASH	PPE	IFA	DEBT
PBR	1.00									
IR	0.03	1.00								
ROA	0.55	-0.03	1.00							
LNTA	-0.09	0.36	-0.13	1.00						
SG	0.23	-0.08	0.34	-0.10	1.00					
R&D	0.09	0.19	0.05	0.11	-0.02	1.00				
CASH	0.34	-0.10	0.46	-0.35	0.16	0.10	1.00			
PPE	-0.05	-0.01	-0.09	0.07	0.01	-0.03	-0.31	1.00		
IFA	0.30	0.13	0.16	0.12	0.15	0.16	0.09	-0.09	1.00	
DEBT	-0.03	0.03	-0.33	0.23	0.03	-0.15	-0.38	0.33	0.10	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している。

表 10 相関表(統合報告と株主資本コスト Matched Sample)

	COE	IR	BETA	LNTA	BTM	DEBT
CoE	1.00					
IR	-0.01	1.00				
BETA	0.27	0.10	1.00			
LNTA	0.06	0.34	0.28	1.00		
BTM	0.42	0.01	0.26	0.10	1.00	
DEBT	0.24	0.04	0.17	0.30	0.10	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している。

表 11 相関表(統合報告と期待成長率 Matched Sample)

	IEG	IR	ROE	LNTA	SG_f	DEBT	DIV
IEG	1.00						
IR	0.08	1.00					
ROE	-0.24	-0.04	1.00				
LNTA	0.08	0.32	-0.12	1.00			
SG_f	0.00	-0.06	0.16	-0.25	1.00		
DEBT	-0.10	0.03	-0.03	0.29	0.04	1.00	
DIV	0.14	0.02	-0.12	-0.06	0.04	-0.08	1.00

※ピアソンの相関係数を記載している。

表 12 統合報告と PBR の関連性

モデル: OLS					
被説明変数: PBR		傾向スコア		全データ	
説明変数	略称	係数	t値	係数	t値
統合報告ダミー	IR	0.23	2.71 ***	0.20	3.77 ***
総資産経常利益率	ROA	11.83	6.40 ***	12.93	18.18 ***
総資産の対数値	LNTA	0.03	0.99	-0.04	-2.26 **
売上高成長率	SG	0.18	0.38	0.16	0.67
売上高研究開発費	R&D	3.37	1.95 *	3.83	4.23 ***
現預金	CASH	0.49	1.03	1.00	4.34 ***
有形固定資産	PPE	-0.14	-0.27	-0.58	-2.71 ***
無形固定資産	IFA	1.09	1.57	2.46	5.75 ***
有利子負債	DEBT	0.59	1.94 *	1.30	8.46 ***
年次ダミー	Year_d			yes	
産業ダミー	Industry_d			yes	
切片	intercept	0.31	0.86	0.644118	3.01 ***
調整済み決定係数			0.44		0.46
サンプル・サイズ			722		3,550

※t 値は two way cluster robust の手法を用いて算出している。

※*、**、***はそれぞれ有意水準 10%、5%、1%を示している。

表 13 統合報告と株主資本コストの関連性

モデル: OLS					
被説明変数: 株主資本コスト		傾向スコア		全データ	
説明変数	略称	係数	t値	係数	t値
統合報告ダミー	IR	-0.003	-1.78 *	0.000	0.08
ヒストリカル・ベータ	BETA	0.001	0.16	0.013	4.12 ***
総資産の対数値	LNTA	-0.002	-2.57 **	-0.002	-4.76 ***
簿価時価比率	BTM	0.020	8.20 ***	0.192	11.86 ***
有利子負債	DEBT	0.057	7.92 ***	0.384	10.41 ***
年度ダミー	Year_d			yes	
産業ダミー	Industry_d			yes	
切片	intercept	0.05	4.58 ***	0.054	5.37 ***
調整済み決定係数			0.49		0.34
サンプル・サイズ			672		2,186

※t 値は two way cluster robust の手法を用いて算出している。

※*、**、***はそれぞれ有意水準 10%、5%、1%を示している。

表 14 統合報告と期待成長率の関連性

モデル:OLS					
被説明変数:期待成長率		傾向スコア		全データ	
説明変数	略称	係数	t値	係数	t値
統合報告ダミー	IR	0.004	2.03 **	0.001	0.72
株主資本利益率	ROE	-0.101	-5.95 ***	-0.919	-9.62 ***
総資産の対数値	LNTA	0.002	3.07 ***	0.003	6.76 ***
予想売上高成長率	SG_f	0.000	0.01	0.011	1.18
有利子負債	DEBT	-0.040	-4.98 ***	-0.228	-5.33 ***
配当性向	DIV	0.008	2.41 **	0.006	3.33 ***
年度ダミー	Year_d			yes	
産業ダミー	Industry_d			yes	
切片	intercept	-0.03	-2.11 ***	-0.05	-4.42 ***
調整済み決定係数			0.37		0.27
サンプル・サイズ			664		2,190

※t 値は two way cluster robust の手法を用いて算出している。

※*、**、***はそれぞれ有意水準 10%、5%、1%を示している。

6. 統合報告書の事例分析

以下では統合報告書の事例分析を行う。まず、統合報告書における重要概念である、価値創造、マテリアリティについてそれぞれ説明する。次に分析のフレームワークを設定し、国内で高評価を受けているエーザイ、オムロン、丸井グループの3社の統合報告書について事例分析を行う。最後にそれら3社の統合報告書の特徴から、優秀な統合報告とはどのようなものなのかについての考察を行う。

6-1. 統合報告書における重要概念

6-1-1. 価値創造

IIRCのフレームワークによれば、統合報告書は「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、及び見通しが、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である。」と定義され、その主たる目的として「財務資本の提供者に対し、組織がどのように長期にわたり価値を創造するかを説明することである。」と述べられている。また、他の報告書と特に異なる点として、「組織の短、中、長期の価値創造能力に焦点を当てていること」と強調されていることから、統合報告書における最も重要と考えられる概念は価値創造である。ここでいう価値創造の価値とは企業価値のことであるといえる。実際、勝山(2015)では、統合報告は「企業価値レポート」であり「企業価値創造レポート」であると述べられている。ここで、企業価値とは何かという問題が出てくるが、IIRCのフレームワークではこの企業価値を2つの側面で捉えている。1つは「組織自身に対して創造される価値であり、財務資本提供者への財務リターンにつながるもの」であり、もう1つは「他者に対して創造される価値(すなわち、ステークホルダー及び社会全体に対する価値)」と述べられている。これは前者が経済的価値であり、後者が社会的価値と言い換えることができる。このように企業価値については2つの側面から述べられてはいるが、抽象的な表現であり、また企業によって実現したい価値はそれぞれ異なる。よって企業は統合報告の中で、自らの実現したい価値を初めに示すことが価値創造を語る上での第一歩になるといえるであろう。

以上のような価値創造を企業が統合報告で示すうえで重要となる考え方が統合思考である。IIRCのフレームワークによれば、統合思考は「組織内の様々な事業単位及び機能単位と、組織が利用し影響を与える資本との間の関係について、組織が能動的に考えることである。統合思考は短、中、長期の価値創造を考

慮した、統合的な意思決定と行動につながる。」と述べられている。ここでいう資本とは、財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本のことであり、これらが互いにどのような影響を及ぼし合い、また事業とどのように関連し価値創造につながるのかを考えるのが統合思考であるといえる。つまり財務情報と非財務情報、あるいは経済的価値と社会的価値を統合させ、ビジネス全体の流れを包括的に捉えるということである。では、具体的に統合思考とはどのようなものなのかを、長谷川(2018)を参考に説明する。長谷川(2018)では、統合思考が求める本質のカギは、システム思考の考え方が非常に重要であると述べている。システム思考は元々、マサチューセッツ工科大学で確立されたものであり、枝廣・内藤(2007)によればシステム思考は「多様な視点から全体を理解し、要素の関係や組み合わせから問題解決を考える方法」とされている⁹。またバージニア・アンダーソン他(2001)によれば、システム思考は課題解決のための分析ツールを提供するだけでなく、物事を全体像で捉えるための思考の枠組みを提供してくれると述べられている¹⁰。統合思考とは財務情報と非財務情報、あるいは経済的価値と社会的価値を統合させ、ビジネス全体の流れを包括的に捉えるということであると上記で述べたが、このようにシステム思考と統合思考は多様な視点から物事の全体像を捉えるという意味で非常に近いものであることがわかる。このシステム思考および統合思考に近い考えを用いた例としてサービス・プロフィット・チェーン(Heskett et al. 1993)があげられる。サービス・プロフィット・チェーンとは従業員満足度、顧客満足度、企業業績の関係性を因果関係でとらえ、これらはチェーンのように密接に結びついているということを示したモデルである。情報という観点でとらえれば、従業員満足度や顧客満足度は非財務情報であり、企業業績は財務情報となる。また前者が社会的価値であり、後者が経済的価値ともいえる。つまり、非財務情報あるいは社会的価値と、財務情報あるいは経済的価値がどのように結びついているかを、包括的にとらえ示したものがサービス・プロフィット・チェーンであり、これがまさにシステム思考あるいは統合思考に近い考え方といえる。

統合報告の中で、価値創造プロセスを示すためのフレームワークとして IIRC は図 4 で示したオクトパス・モデルというものを提唱している。

⁹ 枝廣・内藤(2007)「入門！システム思考」 講談社現代新書 P31.

¹⁰ バージニア・アンダーソン・ローレンジョンソン 翻訳伊藤武志 「問題解決と意思決定を図解で行う論理的思考技術 システム・シンキング」日本能率協会マネジメントセンター P38.

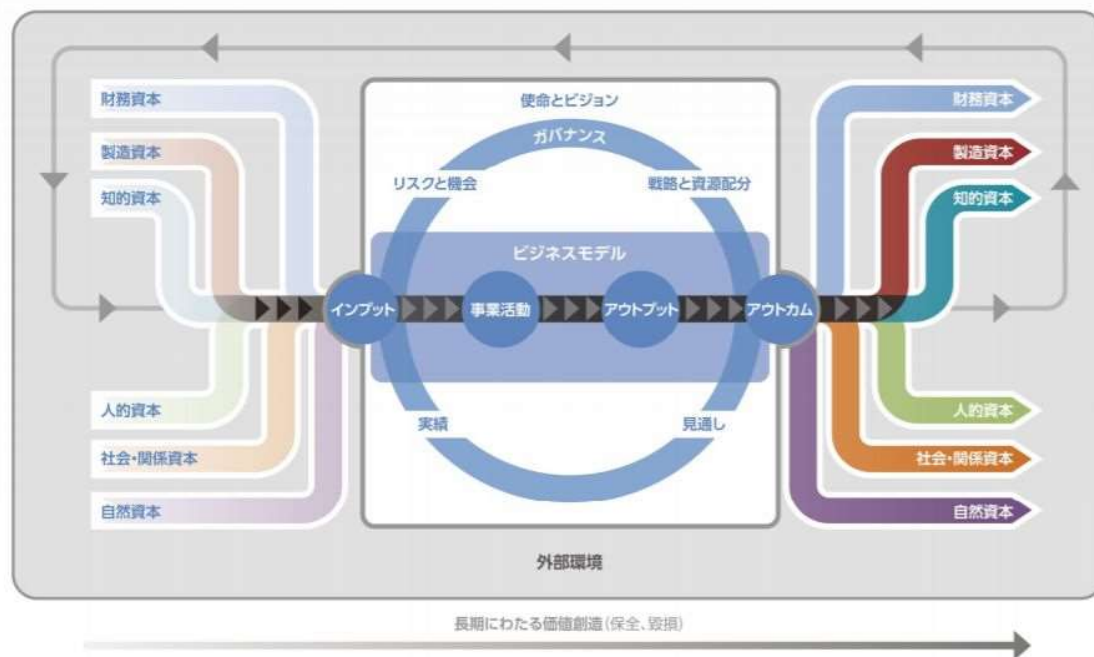


図 4 IIRC のオクトパス・モデル

出所:IIRC(2013)

これはIIRCが定義する6つの資本を、価値創造を行う上で必要なビジネスモデルにインプットすることで、事業活動を通してアウトプット(製品、サービス、副産物及び廃棄物)に変換され、資本への影響としてのアウトカムをもたらすことで、6つの資本が新たに形成され、それをまたビジネスモデルにインプットしていくという流れを示している。それらの活動を支えているのが企業理念であり、その下にあるガバナンスがリスクと機会、戦略と資源配分、実績、見通しを考慮することで、上記の様な活動を行い、価値創造を果たすということである。このように、オクトパス・モデルは価値創造の一連の流れが整理されたものであるが、一方で抽象度の高いモデルとなっている。実際、伊藤(2016)ではオクトパス・モデルによる価値創造プロセスの可視化では、ステークホルダーが戦略を理解できず、バランスド・スコアカードによる戦略マップにより価値創造プロセスを可視化できれば、ステークホルダーが戦略目標間の因果関係が理解できると述べている。また伊藤(2016)は、統合報告における価値創造プロセスの開示には3つのタイプがあると述べ、第1にバランスド・スコアカードの戦略マップを用いたもの、第2にIIRCのオクトパス・モデルを用いたもの、第3に企業オリジナルのモデルがあると述べている。いずれにしても、以上のようなフレームワーク等を活用しながら、統合思考による価値創造を投資家に示すことが統合報告における重要な点といえる。

6-1-2 マテリアリティ

統合報告書における重要概念として、価値創造に並ぶものがマテリアリティである。マテリアリティは一般的に重要性と訳されるが、適切な訳語を当てはめることは非常に困難であるとされている。IIRCのフレームワークによれば、マテリアリティとは「組織の短、中、長期の価値創造能力に実質的な影響を与える事象に関する情報」とされている。しかし、IIRCのようなフレームワーク等を作成する団体によって、マテリアリティの定義は異なる。例えば、サステナビリティ報告書の推進を行う非営利団体であるGRIによれば、マテリアリティとは「組織が経済、環境、社会に与える著しい影響を反映している、またはステークホルダーの評価や意思決定に実質的な影響を及ぼすこと」と述べられている¹¹。このように団体ごとにマテリアリティの違いが生じるのは、企業の創出する価値の考え方やターゲットとするステークホルダーが異なるためである。IIRCのフレームワークでは主に財務資本提供者をターゲットとしているため、企業の創出する価値として経済的価値と社会的価値の両面を上げているが、手段としての社会的価値の実現というニュアンスが強いように思われる。一方、GRIのフレームワークではマルチステークホルダーを対象としていることもあり、目的としての社会的価値の実現というニュアンスが強い。このようなことがあるため、団体ごとにマテリアリティの定義は異なるのである。また、IIRCやGRIといった8つの基準選定機関から構成されるCRDが各団体での共通のマテリアリティの原則や定義を試みているが、マテリアリティな情報はステークホルダーによって異なり、最終的にどの情報がマテリアルであるかを判断するのは経営者の責任であると述べられている¹²。さらにその際には経営者自身の視点ではなく、主要なステークホルダーが何を期待しているかという視点で検討すべきであると述べられている。つまり企業がどのような価値を実現したいのかを明らかにし、それに対し重要な影響をおよぼすものは何かを考える。また、自社の価値観や経営スタイル等を考慮し、自社にとって重要なステークホルダーは誰なのかを特定し、そのステークホルダーに重大な影響を及ぼすことは何かを考えるといった視点が重要といえる。

マテリアリティを特定する上では、マテリアリティ・マトリックスと呼ばれるものが頻繁に用いられる。図5は多くの統合報告書で用いられているマテリアリティ・マトリックスである。ほとんどの企業はこの図のように横軸に自社

¹¹ GRIはGlobal Reporting Initiativeの略で、サステナビリティ報告書の推進等を行う非営利団体である。

¹² Corporate Reporting Dialogueの訳。「Statement of Common Principles of Materiality」にてマテリアリティの共通の原則や定義の作成を試みている。

にとっての重要性、縦軸にステークホルダーにとっての重要性をとり、マトリックス上に具体的な項目を書き表し、右上にあたる部分をマテリアリティとしている。しかし、KPMGの調査によると、そもそもこのマテリアリティを開示している企業は統合報告を発行している企業の35%にしか過ぎない。またマテリアリティを開示している企業でも、足立他(2016)が指摘するように、多くの日本企業のマテリアリティ選定の結果が、展開している自社のビジネスの内容や特性に照らしておらず、抽象度が高く、全ての課題が重要と表明しているのと変わらないという現状も見られる。つまり、図5のようなマテリアリティ・マトリックスを掲載してはいるが、形式的なものとなっており、企業が本当に重要と考える課題は何かが見えてこないものが多いということである。マテリアリティを特定するために、マテリアリティ・マトリックスというフレームワークを使用するのは有用であると考えられるが、まずは自社がどのような価値を実現しようとし、そのためにはどのようなステークホルダーが重要で、ステークホルダーの視点に立って重要な課題は何かを考える、さらには一般的に言われるようなCSR関連の課題を網羅的に並べるのではなく、自社の価値観やビジネスを考慮した上で本当に重要である課題は何かを考えることが必要である。

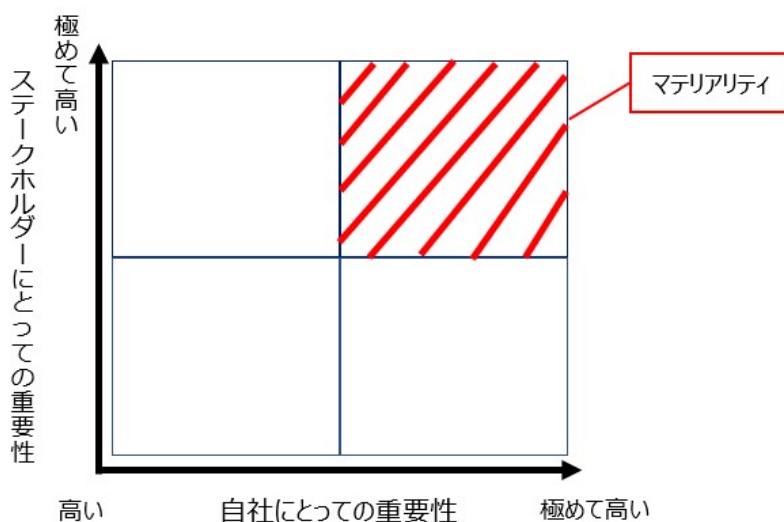


図 5 マテリアリティ・マトリックスの例

出所:筆者作成

6-2. 分析のフレームワークと選定企業

以上では、統合報告書における重要概念として価値創造とマテリアリティについて述べてきた。統合報告書の事例分析を行う上でのフレームワークとしては、この価値創造とマテリアリティに加えて、価値観・経営スタイル、KPI・財務戦略、その他という視点を加える。まず価値観・経営スタイルであるが、これは企業の根幹の部分となる。どのような経営理念やビジョン、価値観を持った企業なのかがわからなければ、その企業の目指す方向性や戦略等はわからない。企業を分析する上で、以上の視点は出発点となる。次に価値創造についてであるが、統合報告の主な目的は価値創造を投資家に示すことであり、上記で述べたようなフレームワーク等を用いて価値創造の可視化を行えているか、あるいは統合思考を用いて価値創造の流れをわかりやすく説明しているかといった視点で分析を行う。マテリアリティについては、どのようなマテリアリティを設定し、それらが企業の価値観やビジネス、あるいはステークホルダーに照らして考えられたものかといった視点で分析を行う。KPI・財務戦略をフレームワークに加えたのは、統合報告のターゲットは主に投資家であり、投資家にとって最も関心があるのはあくまで財務 KPI や財務戦略といった部分であると考えられるためである。明確な財務戦略がなければ、価値創造やマテリアリティは絵に描いた餅であり、投資家の納得を得ることは難しいであろう。KPI も同様である。柳(2017)によれば、投資家は ROE や ROIC といった資本効率を表す指標を重視しており、ESG 等の非財務情報とこれらの指標がどのようにつながるのかについて関心を持っている¹³。非財務 KPI ももちろん重要であるが、まずはどのような財務 KPI を設定し、どのような KPI マネジメントを行っているかに関心を持つと考えられる。また KPI は財務戦略の一貫とも言えるため、これらをひとまとまりとして考えた。最後にその他である。統合報告では、企業独自の取り組みや理論、モデルといったものを提唱し、ユニークなものも多くみられる。そこで統合報告の中で、企業特有のページを設けている部分があれば、その他という括りで分析対象とする。

以上の 5 つの視点から、統合報告書の事例分析を行うが、それぞれの視点における評価基準は表 15 の通りである。これは KPMG の発行する「日本企業の統合報告書に関する調査」や経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」、IIRC や CRD のフレームワーク等を参考に、総合的に策定した。

選定企業はエーザイ、オムロン、丸井グループの 3 社とした¹⁴。これらの統合

¹³ 企業会計 2017 年 5 月号 p108-112.

¹⁴ GPIF、WICI、日本経済新聞社、日本 IR 協議会等が優れた統合報告書への表彰等を行っており、選定企業の 3 社はこれらの団体から高い評価を受けている。

報告書は様々な団体から表彰等を受けており、ESG 評価等も高い企業である。したがってこれらの企業は優れた統合報告書を発行している企業といえる。この 3 社の統合報告書の事例分析を通じて、優れた統合報告の特徴や条件を明らかにしたい。

表 15 事例分析の視点と評価基準

分析の視点	評価基準
価値観・経営スタイル	<ul style="list-style-type: none"> ・経営理念やビジョンを明確に示しているか ・社会的価値の実現をどのレベルでとらえているか ・自社の実現したい価値を明確に示しているか
価値創造	<ul style="list-style-type: none"> ・価値創造プロセスの図を用いて、わかりやすい可視化を行っているか ・価値創造プロセスを構成する資本を開示しているか ・トップマネジメントは関与しているか
マテリアリティ	<ul style="list-style-type: none"> ・マテリアリティ・マトリックス等を用いたマテリアリティ分析を開示しているか ・自社の特性にあったマテリアリティを設定しているか ・マテリアリティを特定するうえで、重要なステークホルダーを明らかにしているか ・トップマネジメントは関与しているか
KPI・財務戦略	<ul style="list-style-type: none"> ・独自性のあるKPIの設定や財務戦略を行っているか ・事業戦略や経営スタイル等との整合性はあるか ・トップマネジメントは関与しているか
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・独自性の高い取り組みであるか ・トップマネジメントは関与しているか

6-3. エーザイの統合報告書

<価値観・経営スタイル>

エーザイは以前から IR 活動に力を入れている企業のひとつである。実際に、日本 IR 協議会が実施する IR 優良企業賞においても、2004 年、2005 年、2009 年、2012 年に「IR 優良企業賞」を受賞しており、2006 年および直近の 2018 年では「IR 優良企業大賞」を受賞している¹⁵。また GPIF の運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」にも選ばれるなど、大変高い評価を受けている。以下ではそのような高い評価を受けているエーザイの統合報告書について詳細に見ていく。

¹⁵ エーザイ(株)リリース資料 2018/11/14

エーザイはヒューマンヘルスケア(hhc)という企業理念を掲げ、この企業理念を重視した経営を行っている。その証拠として、図 6 を見てみるとエーザイは企業理念を定款に記載している非常に珍しい企業である。そこには、「本会社は、患者様とご家族の喜怒哀楽を第一義に考え、そのベネフィット向上に貢献することを企業理念と定め、この企業理念のもとヒューマン・ヘルスケア(hhc)企業を目指す」と書かれている。また定款に記載されている横には、企業理念に基づく使命と結果の順序という形で、使命としての患者様満足が増大があり、結果としての売上や利益があるということを意味する図が描かれている。このように、エーザイは患者様第一主義を掲げ、実現したい価値としては顧客価値であることがわかる。そしてその結果としての経済的価値があるということが、統合報告書の冒頭で強調されている。

図 7 では、エーザイの経営スタイルを CSR、CSV との比較をしながら示している。これを見てみると、エーザイの経営スタイルは経済的価値と社会的価値の両立を目指す CSV に近いことがわかる。しかし、「価値は社会貢献の共通善」、「利益は目的である共通善の結果として得られる」と述べられていることから、あくまで目的は社会的価値の実現であり、結果としての経済的価値の実現という点が、目的を経済的価値の実現としている CSV とは異なる点である。このようにエーザイでは社会的価値の実現を、経営目的レベルといった上位概念で捉えていることがわかる。またこのように経営理念や価値観といった部分を強調し、自社の実現したい価値を明確に示していることが、エーザイの統合報告書の特徴のひとつといえる。

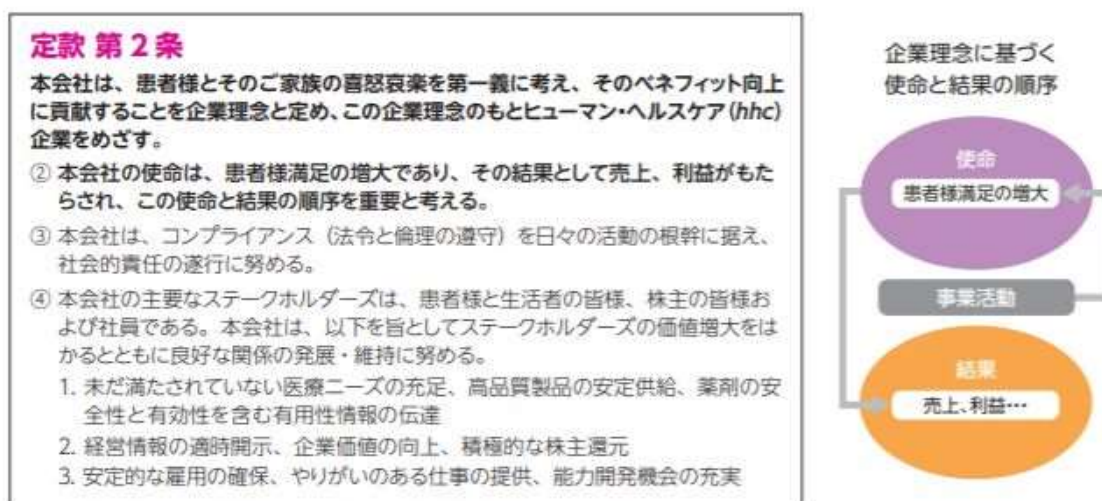


図 6 エーザイの定款と企業理念に基づく使命と結果の順序

出所:エーザイ統合報告書 2018

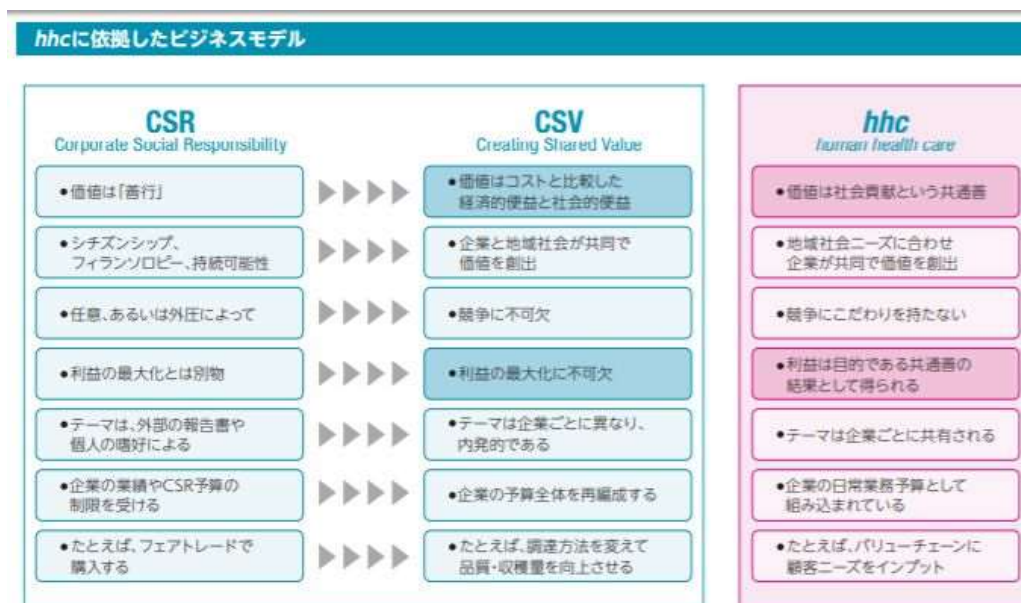


図 7 CSR、CSV、hhc の比較

出所: エーザイ統合報告書 2018

< 価値創造 >

エーザイは価値創造のプロセスとして図 8 のような可視化を行っている。図 8 を見てみると、IIRC の定義する 6 つの資本が描かれており、それを価値創造に向けてインプットすることで、インプットした以上の資本を増加という流れが描かれている。これはオクトパス・モデルの価値創造プロセスを彷彿させるが、図の中央ではバランスト・スコアカードの戦略マップに似たものが描かれている。すなわちエーザイの価値創造プロセスの開示は、オクトパス・モデルとバランスト・スコアカードの戦略マップをハイブリッドさせたようなモデルとして描かれていることがわかる。

では、この価値創造モデルについて詳細に見ていく。まず IIRC のフレームワークをもとにした 6 つの資本では、それぞれに簡単な説明を用いて、ページ数を記載している。IIRC の示す 6 つの資本は、企業が価値創造を行う上で必要な経営資源を網羅的に示したものともいえ、読み手としてはこのように IIRC のフレームワークに準拠した形となっていると、わかりやすい。一方で具体的な価値創造のプロセスについてはバランスト・スコアカードの戦略マップに近いモデルを用いている。ここでは、学習と成長の視点、内部ビジネス・プロセスの視点、アウトプット、顧客の視点、財務の視点という本来のバランスト・スコアカードの戦略マップにアウトプットという項目を追加した形となっている。これは IIRC のオクトパス・モデルの価値創造プロセスの中で、アウトプットという表現が使われていることが影響していると思われる。また、本来の戦略マップは、

それぞれの戦略目標(例えば学習と成長の視点という大枠の中にある hhc 理念の浸透や、内部ビジネス・プロセスの視点という大枠の中にあるグローバルな事業展開など)から他の戦略目標に対し線を結び、因果関係を示すものであるが、エーザイの場合は学習と成長の視点といった大枠と内部ビジネス・プロセスの視点といった大枠で因果関係をとらえている点が異なる。ちなみにエーザイの2017年の統合報告書では、本来の戦略マップのように戦略目標ごとに因果関係を描いている。どのような意図があって、このような簡易的な戦略マップに変更したのかは定かではないが、統合報告の原則である簡潔性に近づけようとした狙いがあるのではないかと推測する。

詳細な内容についてみていくと、まず学習と成長の視点では hhc 理念の浸透が強調されている。冒頭でも述べたように、エーザイは企業理念を重視した経営スタイルであることがうかがえることから、価値創造を行う上でもこの hhc 理念の浸透がキーになるということであろう。内部ビジネス・プロセスの視点は多額の研究開発費負担を案分するためのパートナーシップの活用や、マテリアリティとしてもあげているコーポレート・ガバナンスの強化や、コンプライアンス・リスク管理の強化といった項目が記載されている。それらの取り組みの結果、製品・サービスといったアウトプットが生まれ、エーザイの実現したい価値である患者様満足の増大につながる。また顧客の視点では SDGs の達成への貢献という項目も設定されており、より客観的な視点から見た社会的価値の実現にも寄与するという姿勢が見える¹⁶。そのような顧客価値や社会的価値の実現の結果、財務の視点で述べられている持続的な株主価値の最大化につながるのである。この一連の流れはまさに統合思考を用いて、非財務的要素と財務的要素の関係を包括的に捉えているといえる。

あえて課題を述べるならば、上記で述べたように戦略目標間の因果関係を明確には示していないことである。つまり非財務的要素と財務要素の明確な因果関係がわかりづらい部分がある。また戦略マップと合わせて非財務 KPI 等を見つけることで、より優れた価値創造プロセスを示すことができるのではないかと考える。そうはいつても、全体的には統合思考を用いた価値創造を簡潔に示すことができている。

¹⁶ SDGs とは Sustainable Development Goals の略で、2015年9月に国連で合意された持続可能な開発目標のことであり、2030年までに達成すべき17の目標と169のターゲットから構成される。



図 8 エーザイの価値創造プロセスの可視化

出所:エーザイ統合報告書 2018

<マテリアリティ>

エーザイでは、図9のようなマテリアリティ・マトリックスを開示している。このマテリアリティ・マトリックスで特徴的なのは、縦軸に長期投資家にとっての関心をとっていることである。日本企業の統合報告書のほとんどは、図5のように縦軸にステークホルダーにとっての重要性をとっているものが多いが、CRDのマテリアリティの共通の原則でも述べられているように、マテリアリティな情報はステークホルダーによって異なるものである。つまり縦軸にステークホルダーにとっての重要性という記述だけでは、その企業が重視するステークホルダーが誰なのかがわからず、厳密にはマテリアリティを特定しているとは言えない。一方、エーザイのマテリアリティ・マトリックスでは、長期投資家という形でステークホルダーを特定しているのである。これについてエーザイの統合報告書では「全てのステークホルダーズの皆様の満足を企図して持続的に企業価値を最大化するためには、企業理念の『使命と結果』の考え方からも、残余利益の受益者としての長期投資家にフォーカスすることが効率的という考え方があります。患者様や社員を含めた全てのステークホルダーズの皆様の長期の利益を創出することを前提とした上で、長期投資家の利益に繋がる関心事を特定し、優先的に取り組むことが企業価値最大化への最短距離と考えられま

す。」と述べられている。このように患者様満足の増大という顧客価値の実現を使命とし、結果としての株主価値の実現を目指す長期志向の経営スタイルには、長期投資家に株式を保有してもらうことが最も効率的と考えているということであろう。また医薬品業種の特徴として、継続的な研究開発投資が必要で、M&Aによる戦略が活発であることがあげられる。これは逆に言えば、買収されるリスクがあるということであり、それを防ぐために短期の業績に関わらず、株価をある程度の水準で保つ必要がある。このような特徴を考えても、医薬品業にとって長期投資家を獲得することは非常に重要である。

では実際に、マテリアリティ・マトリックス上に記載されている項目を見てみよう。マトリックス上の右上にあたる項目がエーザイのマテリアリティである。どの項目もエーザイの実現したい価値に強い影響を及ぼすものといえ、長期投資家にとっての関心も高いものといえる。例えば、コーポレート・ガバナンスやコンプライアンス・リスク管理は長期投資を行う投資家にとっては、関心の高いと考えられるリスクへの対処を示したものであると考えられる。また財務戦略は投資家にとっては必要条件であり、これをマテリアリティとしているのも納得できる。一般的に、マテリアリティとしてよくあげられるダイバーシティ関連やCO2関連の項目は、マトリックス上に記載されてはいるものの、マテリアリティとはされていない。もちろん、これらの項目も重要であるが、ただそのようなCSR関連の項目を網羅的に並べることでマテリアリティとし、自社の事業や実現したい価値、ステークホルダーへの期待に照らしていない企業が多い中、エーザイではマテリアリティを本質的に理解し、特定しているといえる。



図 9 エーザイのマテリアリティ・マトリックス

出所:エーザイ統合報告書 2018

<KPI・財務戦略>

エーザイは、統合報告書にて図 10 の財務戦略マップというものを掲げている。配当方針、ROE マネジメント、投資採択基準、最適資本構成、資本コストといった財務戦略を考える上で重要な概念が網羅的に記載されている。またファイナンス理論を基とした記載がそれぞれの項目に書かれており、非常にセオリアルかつ投資家の論理を重視した姿勢がうかがえる。エーザイでは様々な視点から財務戦略を展開しているが、以下では特にユニークな取り組みである KPI として DOE を採用している点と、最適資本構成を実現するバランスシート・マネジメントにフォーカスする。

エーザイでは図 11 のような KPI を掲げている。特にユニークなのは、DOE を KPI として採用している点である。DOE とは配当金総額を純資産で割ることで求めることができ、一般的には株主資本配当率と訳される¹⁷。この DOE には様々なメリットが考えられる。まず DOE は ROE と配当性向の積で表すことができ、分解した 2 つの指標は株主にとって非常に重要な指標であるということである。ROE は株主価値と強い相関を持つ指標であり、株主としてはある意

¹⁷ 正確には分母は(純資産－新株予約権－少数株主持分)であるが、ここでは純資産と呼ぶ。

味キャピタル・ゲインの指標とみることができ、配当性向についてはインカム・ゲインの指標としてみることができる。さらに、この 2 つの指標は事業のライフサイクルに合わせた目標設定が可能となる。例えば、成長期であれば配当はあまり出さず積極的な設備投資等で、高い ROE を実現することが目標となるが、成熟期においては純資産が積み重なるため、高い ROE を維持することが難しくなる。よって高い配当性向を目標とし、積極的な株主還元を行うという行動につながる。このように DOE を KPI とすることで、株主にとって重視な 2 つの指標に分解が可能で非常にわかりやすい KPI となり、企業にとってもライフサイクルに合わせた目標設定が可能になるのである。

さらに DOE は純資産というストックに対して配当をどれくらい出すかという指標であるため、安定的な配当が可能になる。一方、配当性向であれば、分母がフローである当期純利益となるため、特別損失等の発生で年によって分母の当期純利益が大きく変動する可能性があり、配当が不安定になる可能性がある。また医薬品という業種の特性上、継続的な研究開発投資が必要となるため、フローである当期純利益の調整が難しいともいえる。つまり、DOE は安定的な配当を実現するという意味で、長期投資家にとっては魅力的な KPI ともいえる。マテリアリティ・マトリックス上でも重要なステークホルダーとして長期投資家をあげているが、財務戦略面についてもターゲットとする長期投資家のニーズや継続的な研究開発投資が必要というビジネスの特性に合わせた統合的なものになっているのである。さらに驚くべきなのは、DOE の 2020 年度の目標値を 8%としていることである。DOE は見方を変えれば、現金配当で株主資本コストをどれだけ賄っているかを表す指標ともいえる。日本市場の株主資本コストは 7%程度と言われている中、DOE が 8%ということは、エーザイは現金配当だけで株主資本コストを上回る水準を目標としているのである。実際に、2017 年度は DOE7.3%を達成しており、これは非常に高い水準である。

エーザイは、バランスシート・マネジメントについてもユニークかつ非常に優れた取り組みを行っている。図 12 は近年のバランスシートの推移である。親会社帰属持分比率は 57%付近で推移しており、NET DER については年々低下し、近年ではマイナス水準となっており、安定的な資本構成といえる。エーザイは最適資本構成を実現するために、シングル A の格付を維持するという方針をとっている。シングル A の資本構成が企業価値の最大化を行ううえで最も適していると考えているためであろう。ダブル A やトリプル A では純資産が膨らみすぎてしまい、高 ROE の維持が難しくなる一方で、トリプル B 以下だと資金調達のコストがかさんでしまう可能性があるためである。この最低資本構成を実現するという意味においても、先ほどの DOE が有用となる。DOE は純資産というストックに対する配当金の水準を決めるものであるため、理想の純資産の

水準を維持しやすいのである。さらに NET DER を-0.3~0.3 という低い水準に設定することで、M&A 等の投資に向けてデット・キャパシティを確保することにもつなげている。

以上のように、エーザイでは秀逸な KPI マネジメントおよび財務戦略を実施している。重要なステークホルダーとして、長期投資家をあげ、そのような投資家にとって魅力的な財務戦略を展開している。統合報告が投資家を主なターゲットとしている以上、明確な財務戦略がなければ価値創造やマテリアリティがどんなに優れていても、魅力的な投資先には映らないであろう。そういった意味で KPI・財務戦略の言及は統合報告において絶対条件といえるであろう。

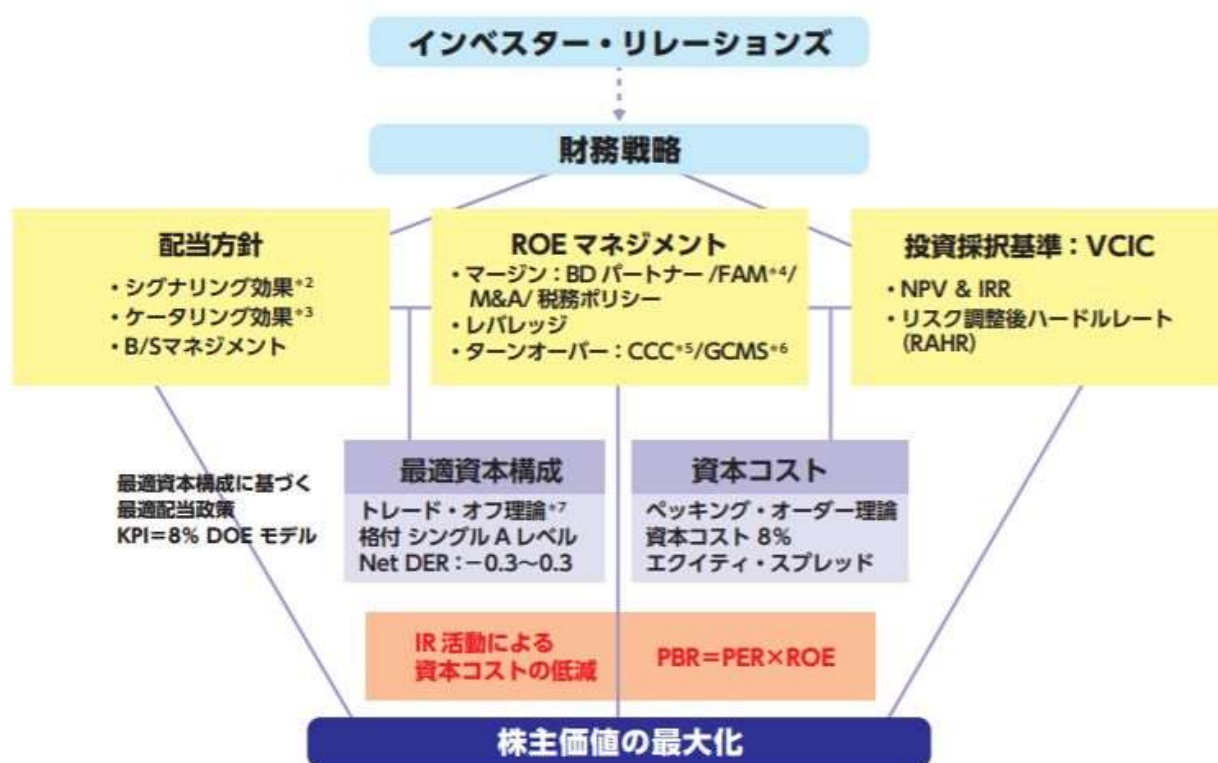


図 10 エーザイの財務戦略マップ

出所:エーザイ統合報告書 2018

KPIs	2020年度ターゲット
ROE	10%レベル
エクイティ・スプレッド ^{*1}	2%レベル
DOE ^{*2}	8%レベル(150円配当維持)
親会社所有者帰属持分比率	50~60%
Net DER ^{*3}	-0.3~0.3

2025年度 ROE 15%レベル

図 11 エーザイの KPI

出所:エーザイ統合報告書 2018

● Strong Balance Sheet ~最適資本構成の維持による配当のサステナビリティ~



図 12 バランスシートの推移

出所:エーザイ統合報告書 2018

<その他（非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル）>

エーザイは統合報告書の中で、図 13 の非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデルという独自のモデルを提唱している。このモデルについてエーザイの CFO である柳氏は、経営理念や人材の価値、社会貢献などの非財務情報を重視する企業側の視点は、ROE 等の資本効率を求める長期の投資家とは市場付加価値を経由して同期化でき、共に協働が可能であることを示したもの

であると述べている¹⁸。このモデルが示しているのは、柳(2009)の **Intrinsic Value** モデルとエーザイの **PBR** モデル、残余利益モデルという 3つのモデルからの視点を組み合わせることで、**ESG** や **CSR** の価値および非財務資本とエクイティ・スプレッドの現在価値の総和は長期的には価値関連性があるということである。まず **Intrinsic Value** モデルでは、**PBR**1 倍越えの部分である **MVA** はサステナビリティ価値、顧客の価値、人の価値、組織の価値といった見えない価値の和で表すことができると示している。いわゆる **PBR** が 1 倍と乖離している部分には、正あるいは負のインタンジブルズが反映されているという考え方と整合的なものである。また、エーザイの **PBR** モデルでは、**PBR**1 倍越えの部分である **MVA** は **IIRC** の定義する知的資本、人的資本、製造資本、社会・関係資本、自然資本といった非財務資本の和であると定義している。そして、この **PBR**1 倍越えの部分は残余利益モデルを用いて表すと、通常残余利益モデルの式の両辺を株主資本簿価で割ることで、左辺を **PBR** と表すことができるため、**PBR**1 倍越えの部分に当たる **MVA** は将来のエクイティ・スプレッドの現在価値として表すことができる¹⁹。エクイティ・スプレッドは **ROE** が大きければ拡大するため、投資家の重視する **ROE** と企業の重視する非財務情報は協働が可能であると述べているのである。そして、定性的な話になりがちな **ESG** や **CSR** の価値を、エーザイでは定量化しようと試みているわけである。**CFO** の柳氏によれば、投資家たちはこの非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルのスライド 1 枚に集中して、深い議論をし、「結論としてこの 1 枚のチャートだけで十分だ」という声も聞かれるという²⁰。このように **CFO** の柳氏は独自のモデルを提唱し、統合報告書の中で日本 **IR** 協議会との対談ページを設け、詳細に述べている。**CFO** というトップマネジメントが統合報告書に対し、強いコミットメントを示していることがエーザイの統合報告書の特徴の 1 つといえる。

¹⁸ 柳(2017)「**ROE** 経営と見えない価値」中央経済社 P20.

¹⁹ 株主資本簿価 **BV**、株主資本コスト **CoE**、株主価値 **MV**、成長率 **g** とし、残余利益が定率成長するという仮定をおけば、株主価値(時価総額)は以下のように表すことができる。

$$MV_t = BV_t + \frac{(ROE_{t+1} - CoE)BV_t}{CoE - g}$$

両辺を株主資本簿価 **BV** で割ると以下のようになる。

$$\frac{MV_t}{BV_t} = PBR = 1 + \frac{(ROE_{t+1} - CoE)}{CoE - g}$$

よって **PBR** が 1 倍を超える部分である **MVA** は将来の **ROE** と **CoE** の差額であるエクイティ・スプレッドの現在価値として表すことができる。

²⁰ 日本証券アナリスト協会(2016)「企業・投資家・証券アナリスト 価値向上のための対話」日本経済新聞社 P242.

●非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル^{※6}

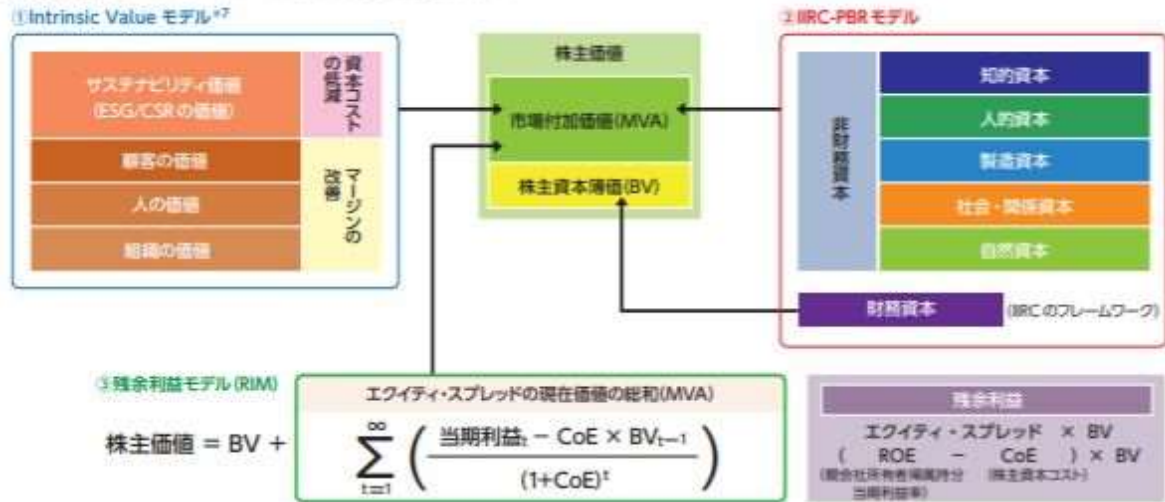


図 13 非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル

出所: エーザイ統合報告書 2018

6-4. オムロンの統合報告書

<価値観・経営スタイル>

オムロンは、国内の統合報告に関するアワードを総嘗めするほど高い評価を受けている企業である。また、WICI ジャパン主催の第5回「WICI ジャパン統合報告優良企業賞」において大賞を受賞しており、「統合思考経営の実践に取り組み、その成果を簡潔明瞭に示すことにより、ステークホルダーが企業活動の将来を見通せるようにした報告の模範例」という最高評価を受けている。このような高い評価を受けているオムロンの統合報告とはどのようなものなのかを以下では見ていく。

オムロンは図 14 のような企業理念を掲げており、エーザイと同様、企業理念を重視した経営を行っている。オムロンではミッションとして「われわれの働きで、われわれの生活を向上し、よりよい社会を作りましょう」と掲げているように、価値観として社会への貢献を重視していることがわかる。また企業理念の中では、ソーシャルニーズの創造という表現が使われており、このソーシャルニーズの創造について、トップメッセージの中で CEO の山田氏は「世の中の変化の兆しをいち早く捉え、そのときに生まれる社会的課題の解決に、世に先駆けて挑戦することで、社会が必要とする新たな価値を創造し、実感してきました」と述べており、これこそがオムロンの実現したい価値であることがわかる。また、図 15 のサステナビリティ方針では、「企業は社会の公器である」や「長期ビジョン

を掲げ、事業を通じて社会的課題を解決します」といった表現が使われていることから、社会的価値の実現に重点を置き、長期志向の経営スタイルがうかがえる。以上のように、オムロンもエーザイと同様、統合報告の中で経営理念や価値観を強調し、自社の実現したい価値を明確に示していることがわかる。また経営の目的として社会的価値の実現を目指しており、エーザイと同様に社会的価値の実現を上位概念でとらえている姿勢がうかがえる。

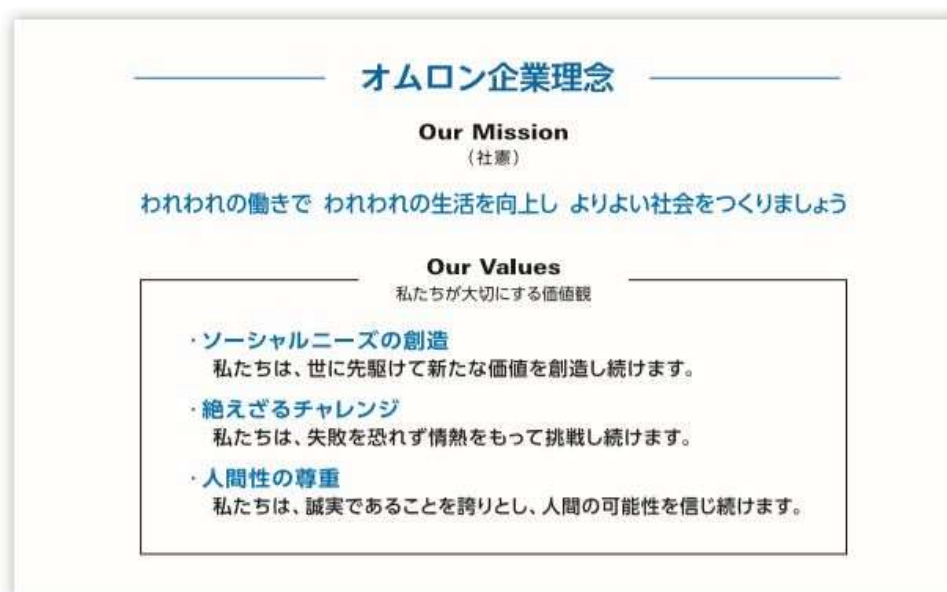


図 14 オムロンの企業理念

出所:オムロン統合レポート 2018

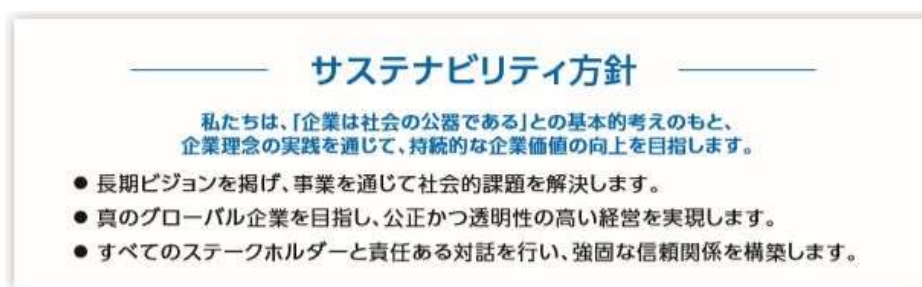


図 15 オムロンのサステナビリティ方針

出所:オムロン統合レポート 2018

<価値創造>

オムロンは、価値創造のプロセスとして図 16 のような可視化を行っている。図 16 を見てみると、エーザイと同様 IIRC の定義する資本を掲載している。ただし、自然資本だけはここには掲載されていない。自然資本を除く 5 つの資本をオムロンの事業創造プロセスにインプットし、それが 4 つのドメインにおいて製品・サービスといったアウトプットを生み出し、社会的価値を実現する。その社会的価値から再び 5 つの資本に矢印が描かれており、この流れは IIRC のオクトパス・モデルを彷彿させるものである。

その中でも、まず特徴的なのは、5 つの資本のそれぞれについて定量化を行っていることである。IIRC の定義する資本の中には無形のものや数字で表すのが難しいものもあるが、それらを定量化することでどの程度の経営資本があるのかをイメージすることができる。

次に、オムロンの事業創造プロセスと書かれた図である。ここではオムロンの事業創造プロセスとして、社会的課題の探索から始まり、近未来デザイン、コア技術の進化とビジネスモデルの設計、製品化・サービス開発、事業の立ち上げ収益化という流れをたどり、再び社会的課題の探索が始まるという姿が描かれている。また、企業理念が下方に描かれており、これらの活動を支えているといったニュアンスがうかがえる。さらに、中央にはセンシング&コントロール技術というオムロンの強みであるコア技術が記載されており、この強みを活かした価値創造を行っていることがうかがえる。また、社会的課題の探索からコア技術の進化とビジネスモデルの設計までをソーシャルニーズの創造プロセスとし、製品化・サービス開発と事業の立ち上げ・収益化を事業化プロセスとしている。つまり、オムロンでは社会的課題と事業との統合を図っている姿勢がうかがえる。そして、この事業創造プロセスを得た後、4 つの事業ドメインに製品・サービスといったアウトプットを行い、最終的には社会的価値の提供を行うというプロセスが描かれている。つまり、オムロンでは社会的課題の探索から始まり、社会的価値の提供で終わる、そしてその流れをまた繰り返す価値創造プロセスを行っていることがわかる。これはまさに CSV に近い経営スタイルである。

また、この価値創造プロセスの図には社会的価値が書かれている部分に SDGs のマークが描かれている。これは、オムロンが生み出す社会的価値が SDGs のどの社会的課題と関連しているかを示している。また、オムロンが実施している中期経営計画「VG2.0」では「この SDGs を考慮し、未来を起点として戦略に落とし込みました」とも述べられており、オムロンの価値創造プロセスの中でこの SDGs が意識されていることがわかる。実際、IIRC の CEO であるリチャード・ホヴィット氏は「SDGs を使って、2030 年に存続し成功する企業であるために何をしなければならないかを考え、そのストーリーを統合報告書に記載してほ

しい」と述べており、SDGs を活用した価値創造を推奨している²¹。またこの SDGs を用いるメリットとして、社会的課題の客観性を担保できるということがあげられる。持続可能な社会の実現のために、企業には社会的課題を解決することが求められている。では、この社会的課題とは何かといった疑問が浮かぶ。企業は製品・サービスを通じて、何かしらの社会への貢献は果たしており、何を持って社会的課題あるいは社会的価値なのかがわからない。これを解決するのが、SDGs のフレームワークともいえるのである。SDGs を用いることで、投資家および他のステークホルダーに対し、その企業が実現しようとしている社会的価値は SDGs に関連するものであることを示せば、客観性が担保されるため納得度は高いものとなるであろう。オムロンは、この SDGs をうまく価値創造に結び付けている例のひとつといえる。

以上のような価値創造の流れを CEO によるトップメッセージでは、具体例を用いながら説明している。つまり以上の様な価値創造の流れを、CEO が補完するような形で読み手にわかりやすく説明しているのである。このような姿勢から、エーザイと同様、トップマネジメントが統合報告に対し強いコミットメントを示していることがうかがえる。



図 16 オムロンの価値創造プロセスの可視化

出所:オムロン統合レポート 2018

²¹ 日経 ESG 2018/11 号 P32-35 に詳しい。

＜マテリアリティ＞

オムロンの統合レポートの中では、サステナビリティ方針に基づき設定した重要課題をマテリアリティとしているが、マテリアリティ・マトリックスの開示はされていない。サステナビリティ課題としては、図 17 および図 18 のような 2 つの視点から設定している。1 つは、図 17 に示したように事業を通じて解決する社会的課題であり、ドメインごとに課題とサステナビリティ目標の設定を行っている。これらの課題は、SDGs にも貢献する分野であり、ESG 要因が散りばめられている。もう一つは、図 18 に示したように、ステークホルダーの期待に応える課題であり、こちらも同様に ESG 要因が散りばめられ、課題ごとにサステナビリティ目標を設定している。ステークホルダーという視点を取り入れていることから、マテリアリティを意識したものといえるであろう。オムロンの統合レポートの中では、これらのサステナビリティ課題と中期経営計画「VG2.0」との連動を図っている。つまり、経営戦略の中にサステナビリティ課題（マテリアリティ）を取り入れ、社会的価値と経済的価値の統合を図っているといえる。マテリアリティとは、自社のビジネスの内容や特性に照らし、かつステークホルダーの視点にたって重要と考えられる課題とするならば、オムロンはそれらを考慮してマテリアリティを特定できているといえる。ただし、エーザイのように自社にとって重要とするステークホルダーを特定するところまでは至っていない。

また、特徴的なのはマテリアリティを特定し、それに関する 2020 年度の目標および KPI を設定していることである。つまり、社会的価値の実現を経営目標という上位概念で捉えていることがわかる。オムロンのようにサステナビリティへの取り組み自体を目標としてる企業は珍しく、ほとんどの企業ではあくまでサステナビリティへの取り組みは経済的価値を実現するための手段としてとらえている企業が多い。あるいは、そもそもサステナビリティへの取り組みは経済的価値とはトレードオフと考え、ただのコストと考えている企業も多いであろう。オムロンでは、サステナビリティへの取り組み、つまり社会的価値の実現を経営目標レベルでとらえ、実践している。このような姿勢が CSV 的経営、あるいは統合思考経営につながっている可能性が考えられる。

事業を通じて解決する社会的課題

(赤字は昨年から更新・追加した目標)

主なサステナビリティ目標 (2020年度の目標/KPI)	
ファクトリーオートメーション 労働力不足 多様化するモノづくりへの対応	<ul style="list-style-type: none"> 注力4業界における i-AutomationTM を実現する新商品の創出 ～モノづくり革新の制御技術創出～
ヘルスケア 脳・心血管疾患対策 呼吸器疾患対策	<ul style="list-style-type: none"> 血圧計販売台数：2,500万台/年 血圧変動を連続的に把握できる解析技術の確立 ネプライザ+喘鳴測定器販売台数：765万台/年
モビリティ 交通事故の削減 自動車の環境負荷低減	<ul style="list-style-type: none"> 安全運転支援システム、技術の創出 高度運転支援/自動運転用の車両全周360°認識技術の創出 エコ製品搭載台数1,200万台/年、 上記のうち燃費効率の高い製品比率：50%
エネルギーマネジメント 再生可能エネルギーの普及 CO ₂ 排出量削減	<ul style="list-style-type: none"> 太陽光発電/蓄電システム累積出荷容量：11.2GW 太陽光/蓄電を活用した電力アプリケーション市場の構築 (国内)

図 17 事業を通じて解決する社会的課題

出所:オムロン統合レポート 2018

ステークホルダーの期待に応える課題

(赤字は昨年から更新・追加した目標)

主なサステナビリティ目標 (2020年度の目標/KPI)	
人財マネジメント <ul style="list-style-type: none"> 人財アトラクションと育成 ダイバーシティ&インクルージョン 従業員の健康 労働安全衛生 人権の尊重と労働慣行 	<ul style="list-style-type: none"> TOGATMの発展的継続 エンゲージメントサーベイ実施によるPDCA加速 女性管理職比率 (グループ国内): 8% 健康経営の浸透度TMの向上 (グループ国内) (Boost5TMの開始) 主要生産拠点 (生産高の80%相当) のOSHTM国際規格認証取得推進 人権デューデリジェンスのプロセスの設定、導入
ものづくり・環境 <ul style="list-style-type: none"> 製品安全・品質 サプライチェーン・マネジメント 温室効果ガス排出量の削減 化学物質の適正な管理と削減 	<ul style="list-style-type: none"> 新規開発品の製品安全アセスメント実施率: 100% 製品安全アセスメントの進化 重要仕入先のサステナビリティセルフチェック: 100%実施、85点以上 温室効果ガス排出量: 4%削減 (2016年度比、SBT準拠TM) 電子体温計と電子血圧計等の普及による水銀削減: 69トン/年
リスクマネジメント <ul style="list-style-type: none"> 誠実で公正な事業活動 情報セキュリティ・個人情報保護 	<ul style="list-style-type: none"> オムロングループルールのグローバル全拠点浸透 倫理行動ルールのグローバル教育実施 新たな情報セキュリティ体制の構築

図 18 ステークホルダーの期待に応える課題

出所:オムロン統合レポート 2018

<KPI・財務戦略>

オムロンの統合レポートでは、CFOのメッセージが述べられているページにてKPIおよび財務戦略について詳しく言及されている。その中でも、オムロンがKPIとしているROICについて強調されている。また、CEOによるトップメッセージにおいても、「ソーシャルニーズの創造」を実現する機能として「ROIC経営」が言及されており、オムロンはこのROICを非常に重視した経営を行っていることがうかがえる。そこで以下では、統合レポートの中で述べられているオムロンの「ROIC経営」を中心として、KPI・財務戦略の視点から分析を行う。

まず、オムロンがROICを採用している理由として、オムロンの統合レポート2018によれば、「事業特性が異なる複数の事業部門を持つオムロンにとって、ROICは各事業部門を公平に評価できる最適な指標です。営業利益の額や率などを指標とした場合、事業特性の違いや事業規模の大小で評価に差が出ますが、投下資本に対する利益を測るROICであれば、公平に評価することができます。」と述べられている。約90に及ぶ事業ユニットを持つオムロンにとって、業績評価の指標として何を選ぶかは非常に重要であり、公平に評価できるという特徴を持つROICが最も理にかなっていたということであろう。このように、オムロンでは自社の特性に合わせたKPIを設定している。さらに、ROICは事業を公平に評価できるという以外にも、主に2つのメリットがある。

1つ目は、事業そのものの稼ぐ力を表すことができることである。特にこれは、事業ごとの評価というよりも企業全体のROICに言えることである。ROICは投下資本利益率と訳すことができるが、これに似た指標としてROAやROEがある。これらを式で表すと以下のようなになる。

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{投下資本}}$$

$$ROA = \frac{\text{経常利益 (あるいは事業利益)}}{\text{総資産}}$$

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}}$$

ROICの分母は投下資本となるが、これは（運転資本＋固定資産）あるいは（有利子負債＋株主資本）と表すことができる。つまり、事業に必要な資産が分母となっている。一方、ROAは分母が総資産となっている。これは事業に使用していない非事業資産も含んでいるため、事業そのものの稼ぐ力を表した指標とはいえないという特徴がある。ROEは、株主から預かった資本を使用

して、株主の利益である当期純利益をどれだけ稼ぐことができたかを表す指標であり、株主価値向上のためには重要な指標であるが、レバレッジをかけることで ROE を向上させることができってしまうため、業績評価等に用いるには不適切な点がある。つまり、事業そのものの稼ぐ力を表すことができる ROIC という指標は非常に有用であることがわかる。

2 つ目は、ROIC はファイナンス理論的にも重要な指標であるということである。ファイナンス理論的に企業価値（事業価値）を創造するためには、ROIC が WACC を上回る必要があり、投下資本に ROIC-WACC スプレッドをかけたものが EVA となる。投資家は、ファイナンス理論の考えをベースに投資の意思決定を行っているため、ROIC を KPI として掲げているのは投資家としても非常にわかりやすい指標といえるのである。

オムロンが公表している公平に業績評価を行えるという理由以外にも、以上のように ROIC には主に 2 のメリットがあるため、これらも同時に享受するために ROIC を採用している可能性が考えられる。

では、オムロンは ROIC を具体的にどのような形で経営に取り入れているのであろうか。オムロンは、図 19 のような ROIC 逆ツリー展開という形を採用している。ROIC を利益マージンと投下資本の回転率に分類し、それをさらに詳細に分解していくことで現場の KPI を示している。これは、図 19 内の文章でも述べられているように、ROIC や ROS、投下資本回転率といった指標は現場レベルの業務には直接関係せず、現場の担当者がイメージすることが難しいため、それを設備回転率といった自身が行っている業務に直接的に関係してくる指標にまで分解することで、よりわかりやすい KPI としているのである。ROIC を取り入れている企業は他にもあるが、いずれも ROIC ツリーといった形で KPI を設けているものの、それらはトップダウン的な思考が強く、オムロンのように詳細まで分解しボトムアップ的な活用をしている企業は珍しい。

さらに、オムロンは ROIC2.0 という方針を開始し、図 20 のような ROIC 翻訳式というものを設けている。ROIC のデメリットとして、現場の従業員等には理解されづらいという点がある。オムロンはこの点を考慮し、ROIC 翻訳式というものを導入し、ROIC 経営をさらに本格的に進めようとする意思がうかがえる。分子の利益をお客様の価値とし、分母を必要な経営資源と停留している経営資源としている。経営資源が限られている中、よりよいものを作り、お客様に価値を提供するのに必要な経営資源には投資し、無駄な経営資源は削除することで、資本効率的な経営を目指そうということであろう。

オムロンは、ROIC 以外にもエーザイが採用している DOE を KPI としている。DOE は上記で述べたように安定的な配当を実現し、投資家にとっても有用な KPI である。オムロンはこのように秀逸な KPI マネジメントを行い、そ

れらを統合報告で示すことで、企業価値の向上に寄与していると考えられる。

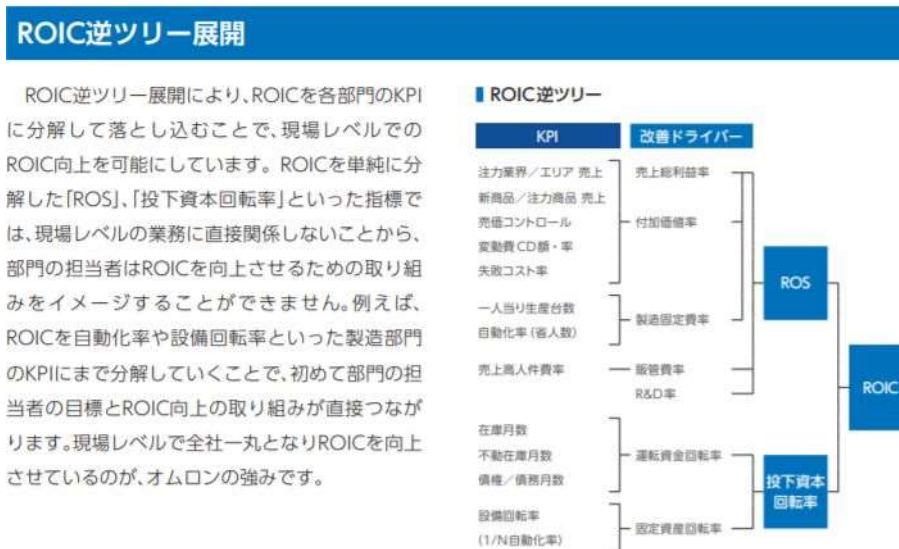


図 19 ROIC 逆ツリー展開

出所:オムロン統合レポート 2018

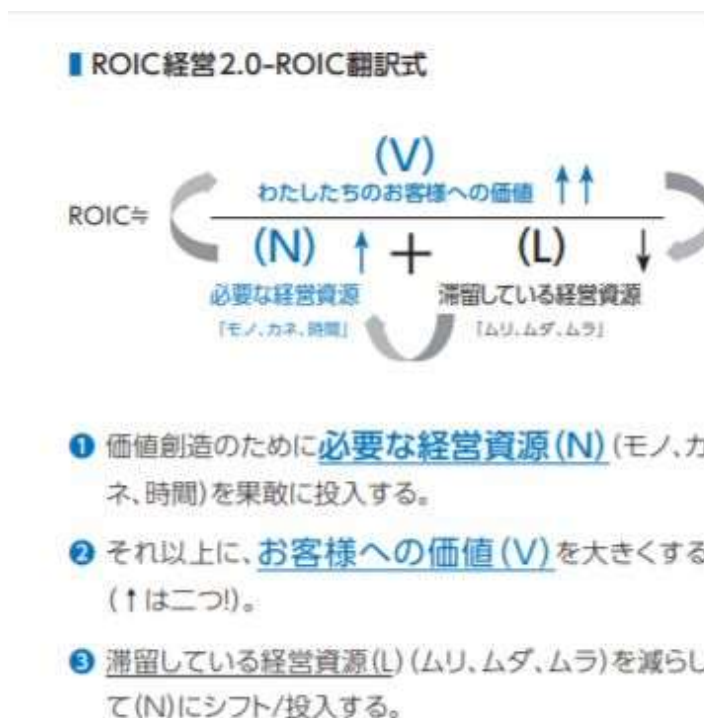


図 20 ROIC 翻訳式

出所:オムロン統合レポート 2018

<その他(SINIC 理論)>

オムロンは以上のように、社会的課題と事業との統合を図った CSV 的経営、あるいは統合思考経営を行っている。では、なぜそのような経営が可能なのか。その理由のひとつに、オムロンの経営の羅針盤となっている SINIC 理論があると考えられる。SINIC 理論とは、オムロンの創業者立石一真が 1970 年に発表した未来予測の理論である。オムロンの統合レポート 2018 では 1 ページ目にこの SINIC 理論が登場する。SINIC 理論は、未来予測の理論であるが、1970 年当時に図 21 のように今後の社会がどのように変化していくかを予測している。これを見てみると、2033 年～は自然社会と題され、「生命メカニズム埋め込まれた持続可能な社会」といった表現がされており、まさに昨今言われている持続可能な社会という流れを捉えている。また、SINIC 理論の基本的な考え方を表しているのが図 22 である。この考え方について、オムロンの名誉会長である立石義雄は「科学、技術、社会の 3 つが互い影響し合い、螺旋階段のように発展していくという考えに基づいています。社会の要望をかなえるために技術が生まれ、それが科学に影響を与えて新しい理論を生み、その理論が、社会が新たな段階に進むきっかけになる。」²²と述べており、まさにオムロンの経営スタイルに反映されていることがわかる。さらに、統合レポートの中では、立石一真がこの理論を構築した動機として「事業を通じて社会的課題を解決し、よりよい社会をつくるにはソーシャルニーズを世に先駆けて創造することが不可欠になる、そのためには未来を見る羅針盤が必要だ。」と述べられており、オムロンは 40 年以上前から CSV 的経営を行うための土台を作り上げてきたといえる。このようにオムロンは社会の変化やニーズを先取りする力が DNA レベルで備わっている企業といえるであろう。

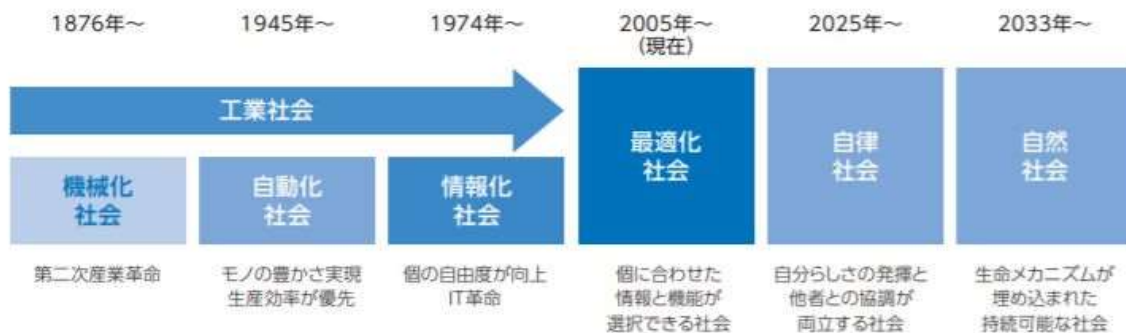


図 21 SINIC 理論による未来予測

出所:オムロン統合レポート 2018

²² 「次の 30 年」を生き抜く経営（日経トップリーダー 2014/01 号 P26～P27 掲載）

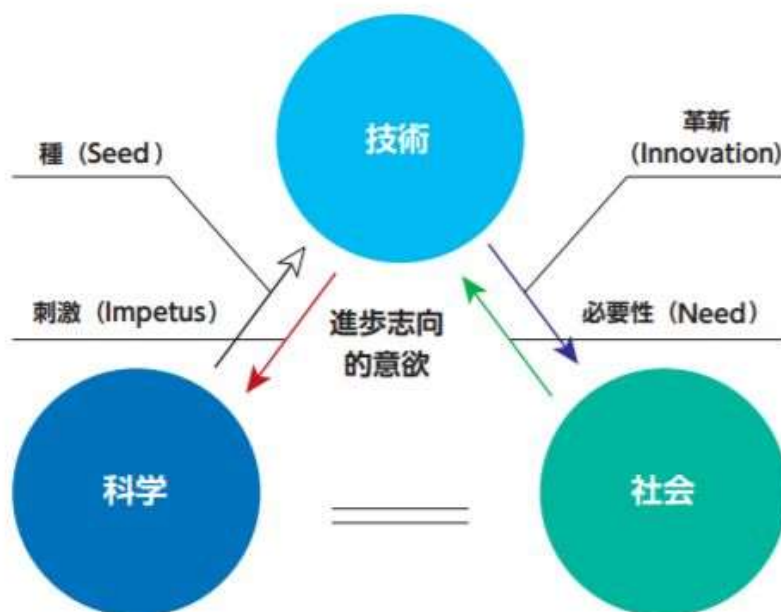


図 22 SINIC 理論の基本的な考え方

出所:オムロン統合レポート 2018

6-5. 丸井グループの統合報告書

<価値観・経営スタイル>

丸井グループの統合報告書も様々な団体から高い評価を受けている。直近では第 6 回 WICI ジャパン「統合報告優良企業賞」にて、統合報告奨励賞を受賞し、GPIF の運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」および「改善度の高い統合報告書」にも選ばれている。GPIF のリリース資料によれば、丸井グループの統合報告書について、「共創経営に関して企業が訴えたいことに特化した内容となっており、特に読んでもらうことを重視した構成は他社の参考になる水準。ビジネスモデルの変遷・構造や、同社のインクルージョン経営について多くの事例を用いて詳細に解説されている」とコメントされるなど、非常に高い評価を受けている。GPIF のコメントにもあるように、特に読んでもらうことを重視した構成を意識したと思われる統合報告書は、非常にオリジナリティが高いものとなっている。例えば、上記で紹介したエーザイやオムロンは IIRC の 6 つの資本やオクトパス・モデルを参考にした価値創造を示しているが、丸井グループの統合報告

書ではそのような概念やモデルは用いられていない。その代わりに、さらにシンプルな価値創造プロセスが示されている。以下ではそのような丸井グループの統合報告書の中身について見ていく。

丸井グループでは、統合報告書の名称を共創経営レポートとしている。共創経営レポートの最初の数ページでは、共創というワードが頻繁に登場し、それらを強調している。丸井グループの重視する価値観として、この共創というワードがキーになるということであろう。その中でも丸井グループは、コアバリューとして「信用の共創」を掲げている。これは創業者の言葉「信用は私たちがお客さまに与えるものではなく、お客さまと共につくるもの」に由来していると述べられ、丸井グループが価値創造を果たしていくうえで非常に重要な考えであり、後に述べる価値創造や財務戦略とも密接につながっている。また、共創経営レポートの冒頭で共創理念と大きく書かれたページでは、「私たちは、すべてのステークホルダーと共に価値を創る「共創サステナビリティ経営」を進めています。すべてのステークホルダーにとっての利益の調和である「しあわせ」を共に創ることが、その目的です。」と述べられており、丸井グループの実現したい価値が示されている。そしてこのような価値を実現するために、インクルージョンという考え方に注目したと述べられている。このインクルージョンという考えを用いて、「すべての人が「しあわせ」を感じられるインクルーシブで豊かな社会の実現をめざしていきます」とあり、丸井グループが価値創造を行っていくうえでインクルージョンが重要な概念となることが示唆されている。また、トップマネジメントのメッセージが記載されているセクションの最後には図 23 が描かれている。これは、丸井グループの実現したい価値を可視化したものといえる。そして、「企業価値＝すべてのステークホルダーの利益の重なり合う部分」、「重なり合う部分の拡大＝企業価値の向上」とし、自社なりの企業価値の定義を行い、実現したい価値を徹底的に強調していることがわかる。エーザイ、オムロン、丸井グループ 3 社ともに共通することとして、統合報告書の中で、経営理念や価値観を強調し、自社の実現したい価値が何なのかを明確に示していることがうかがえる。自社の実現したい価値を明確に示すことが、価値創造やマテリアリティを語る上での第一歩になるということであろう。

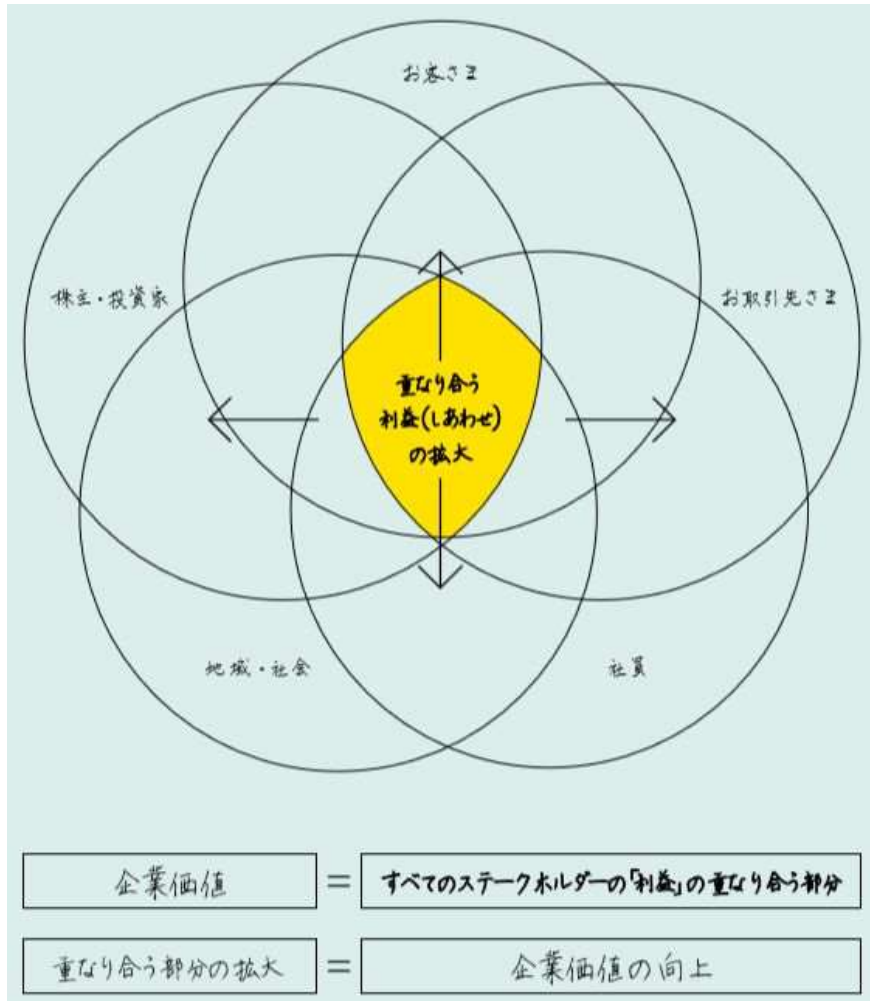


図 23 丸井グループの考える企業価値

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

<価値創造>

丸井グループの共創経営レポートでは、IIRC の 6 つの資本やオクトパス・モデルを用いた価値創造の可視化は行われていない。その代わりに、図 24 のような非常にシンプルな価値創造のプロセスを記載している。ここでは、「信用の共創」を活かした未来志向の「共創サステナビリティ経営」の姿が簡潔に示されている。三位一体のビジネスモデルにより信用の共創を積み重ね、それらを活用した新規事業を展開し、最終的にはしあわせの共創という丸井グループの実現したい価値であるステークホルダーの利益の重なりを拡大していくという流れが描かれている。さらに、これからの丸井グループの本業として、「企業価値の向上と社会的課題の解決を同時に実現」という表現や「インクルージョンは理念であると同時に事業戦略」という表現には、CSV 的経営を目指すという姿勢がうかがえ、社会的価値の実現を経営目的あるいは戦略レベルという上位概念でと

らえていることがわかる。しかし、オクトパス・モデルやバランス・スコアカードを用いた戦略マップによる価値創造の可視化のように、具体的にどのような非財務情報と財務情報が結びつくのかといったことはこれだけではわからない。ある意味、IIRCのフレームワークの原則である簡潔性や将来思考は満たしているといえるが、投資家がこの図を見ただけでは戦略の理解等をするのは難しいであろう。そこで丸井グループでは、この価値創造のプロセスを補完するように、CEOの青井氏によるトップメッセージで具体例等を用いながら述べられている。このトップメッセージが非常に秀逸である。まず、読み手として投資家を意識している姿勢がうかがえ、最初に株価の改善要因として、戦略の実効性、ROIC-WACC スプレッドの言及、ESGへの取り組みによりESGインデックスへ採用されたことを述べている。その後、今後の価値創造の流れを具体的な事例を用いながら詳細に述べている。また、今後想定される脅威やリスクについても述べられ、それにどのように対処していくかといったこともトップ自身の言葉で語られている。トップメッセージを読むだけでも、丸井グループは今後どのような戦略を展開し、企業価値創造を果たしていこうとしているのかがわかり、エーザイ、オムロンと同様、トップマネジメントの統合報告書に対する強いコミットメントがうかがえる。以上のように、丸井グループではオクトパス・モデルや戦略マップに囚われない形でシンプルな価値創造プロセスの可視化を行い、CEOによるトップメッセージでそれを補完する形をとっている。



図 24 丸井グループの価値創造プロセスの可視化

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

<マテリアリティ>

丸井グループの共創経営レポートでは、図 25 のように重点取り組みのマトリックスという表現でマテリアリティ・マトリックスを開示している。横軸に丸井グループの重要性を、縦軸にステークホルダーにとっての重要性をとる一般的な形である。丸井グループでは、エーザイのマテリアリティ・マトリックスのように重要なステークホルダーの特定は行っていない。しかし、後に詳しく述べるが KPI として ROE や ROIC、EPS といった株主が重視する指標を採用し、長期投資を行う機関投資家との対話ページを報告書内に設けていることから、長期投資家や ESG 投資家が重要なステークホルダーと考えていることが推測できる。

丸井グループは、このマトリックス上に記載されているものを図 26 のように重点テーマと表現している。ここでは、SDGs のマークをつけ、どのような社会的課題の解決につながるのかを示しており、読み手としてはわかりやすい。それと同時に、丸井グループの実現したい価値に照らした重要課題ともいうことができる。その中でも、マトリックス上の一番右上の象限に書かれたものは特に重要といえ、4 つの項目を掲げているが、このうち 3 つには丸井グループの重視するインクルージョンという考え方をういた表現がされている。共創経営レポートの冒頭で、丸井グループが価値創造をしていくうえで、重要な考えとしてインクルージョンを掲げているが、マテリアリティを特定するうえでも同様にこのインクルージョンの考えを導入している。一見、これは当たり目のように聞こえるが、マテリアリティが単なる ESG 項目を網羅的に並べただけといった企業が多い中、丸井グループでは価値創造につながるマテリアリティを特定しており、マテリアリティを本質的に捉えていることがわかる。

重点取り組みのマトリックス



● お客さまのダイバーシティ&インクルージョン ◎ ワーキング・インクルージョン ■ エコロジカル・インクルージョン ◇ 共創経営のガバナンス

図 25 丸井グループのマテリアリティ・マトリックス

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018



図 26 丸井グループの重点テーマ

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

<KPI・財務戦略>

丸井グループでは、図 27 のように重視する KPI として EPS、ROE、ROIC の 3 つを掲げている。投資家の重視する ROE や ROIC といった資本効率の指標と EPS という株主にとっての利益という指標を採用していることから、投資家・株主を意識していることがうかがえる。3 つの指標の中でも、ROIC についてはトップメッセージでも言及されていることから、より重視している姿勢がうかがえる。オムロンでもこの ROIC を KPI として採用し、そのメリットのひとつとして ROIC はファイナンス理論的には企業価値創造の指標となるため、投資家にとってはわかりやすい指標であるということを述べたが、丸井はまさにこのメリットを活かしていることがわかる。それを鮮明に表しているのが、図 28 である。ここでは、ROIC が WACC を上回ることによる企業価値創造について書かれており、フィンテックセグメントおよび小売セグメントの ROIC と株主資本コストおよび負債コストが開示されている。このように、事業ごとの ROIC や WACC といった資本コストを開示している企業は珍しい。この ROIC と WACC の差額である ROIC-WACC スプレッドが正になることで、理論的には企業価値創造を果たしているといえる。丸井グループでは、実際にこのように数字を提示し、定量的に価値創造を示している点は投資家から見れば非常に納得感が高いであろう。そして、この ROIC-WACC スプレッドを正にするための取り組みが、図 29 のようなバランスシート・マネジメントである。ここでは、目指すべきバランスシートとして、営業債権の拡大に対しては有利子負債で対応と書かれている。丸井グループは従来の小売事業という固定資産を抱えるビジネスモデルから、クレジットカードの金融事業に大幅転換していることから、バランスシートの資産側の営業債権の割合が増加している。しかし、一方で調達側は従来の小売事業型の自己資本の割合が多いままであったことから、有利子負債の割合を増やしているのである。なぜなら、カードの営業債権はその額に対して薄い利益しか獲得することができないため、ROIC が低下しやすい。そこで資本コストの低い負債調達に切り替えることで、最適資本構成を目指し、ROIC-WACC スプレッドを正にし、企業価値の最大化を図っているのである。このように、自社の事業戦略にあったバランスシートを構築していくというのは、まさにお手本ともいえる財務戦略である。

しかし、一方でカードの営業債権は貸し倒れリスクがあるため、負債調達をすることで、リスクが増大してしまうのではないかという指摘も考えられる。この点についても、丸井グループでは営業債権残高の増大に対して、貸倒率が低下するという高成長と低い貸倒率の両立に成功している。この理由について、レポート内では丸井グループの創業以来のクレジット精神である「信用はお客様と共につくるもの」に関連していると述べられている。これはまさに、丸井グループ

がコアバリューとして掲げている「信用の共創」の考え方であり、信用の共創をお客様と積み重ねてきたからこそ、独自のデータやノウハウにより高成長と低い貸倒率の両立に成功していると述べられている。

以上のように丸井グループでは、事業戦略と財務戦略、そしてそれらを支えるコアバリューである「信用の共創」が密接に結びついていることがわかる。

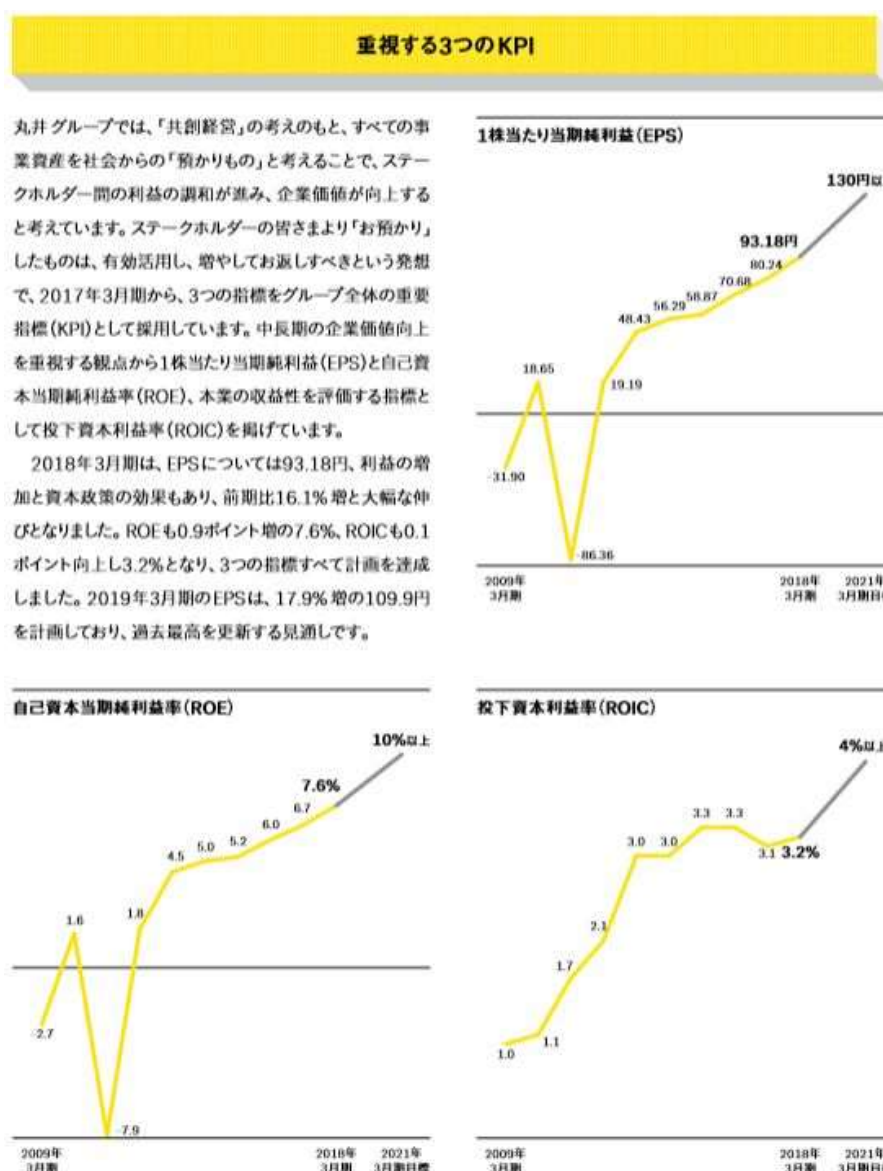


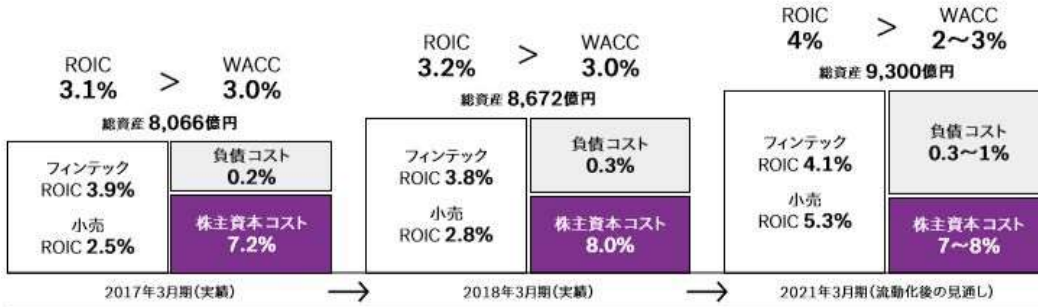
図 27 丸井グループの KPI

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

02
POINT

ROIC(投下資本利益率) > WACC(加重平均資本コスト)による企業価値創造

ROICの向上と資本コストの引き下げにより、ROICがWACCを安定的に上回る構造をめざす
財務戦略が着実に進行し、2018年3月期は前期に引き続き超過利益を実現



2018年3月期は、小売セグメントのROICを向上することができ、2期連続でROICがWACCを上回りました。今後、フィンテックセグメントは、家賃保証など投下資本の少ないサービス収入の拡大をはじめ、証券事業など新領域への取り組みにより、2021年3月期のROIC4.1%以上をめざして

いきます。小売セグメントは、SC・定借化率100%達成後には、ECの成長による利益増やSC・定借化のバリューアップなどで利益向上を進めるとともに、資産の増加がともなわない事業への取り組みを進めることで投下資本の効率化を図り、2021年3月期のROIC5.3%以上をめざします。

図 28 ROIC-WACC スプレッドの開示

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

01
POINT

「めざすべきバランスシート」

営業債権の拡大に対しては有利子負債の調達で対応
最適資本構成として、自己資本比率は30%程度を目標に設定



これまでのバランスシートは、資産サイドは金融主導型だったものの、調達サイドは自己資本の厚い、従来の小売主導型でした。調達サイドをグループの収益構造に見合った形に改めていくため、2021年3月期を最終年度とする中期経営計画では「めざすべきバランスシート」の構築を掲げまし

た。営業債権の拡大に対しては有利子負債の調達で対応、有利子負債は営業債権の9割程度を目安とし、自己資本比率は当社グループにとって最適と考える30%前後を目標とすることを決めました。

図 29 バランスシート・マネジメント

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

<その他(投資家との対話)>

丸井グループの共創経営レポートの中では、独自性の高い取り組みとして、投資家との対話ページを設けている。2018年度のレポートでは、図30のように長期的視点から「いい会社」に投資するという哲学を持つ鎌倉投信との対話を行っている。ちなみに、過去にも農林中金バリューインベストメントやレオスキャピタルワークスといった、国内で有力な機関投資家との対話ページを設けている。統合報告は、企業と投資家のベクトルを合わせ、対話のツールとしての役割が期待されている。丸井はこの点を意識し、投資家との対話にコミットするという姿勢がうかがえる。こういった姿勢は投資家から見れば、大変高い評価となるであろう。実際、西原(2016)は、統合報告は投資家をはじめとするステークホルダーへの外部報告であると同時に、ステークホルダー・エンゲージメントを通じた信頼関係の確立など管理会計的な意義があると述べている。したがって、投資家との対話を通じて戦略策定等の情報利用を行うことで、企業内部へも大きい影響を与え、企業価値の向上につながるという経路も考えられる。また、この対話ページにおいてもCEOである青井氏が積極的にコミットしている姿勢がうかがえる。以上のように丸井グループは、統合報告をエンゲージメントのツールとして有効に活用している企業であることがわかる。

経済性と社会性を両立させ、 社会に必要とされる「いい会社」とは

経済性と社会性の両立をめざすサステナビリティ経営が重視される中、これからの社会に必要とされる「いい会社」を本気で応援する長期投資家があります。「しあわせ」お役立ち「インクルージョン」の視点が生まれる新たな可能性について、鎌倉投信(株)創業者の新井和宏氏と、丸井グループ代表の青井浩氏が語り合います。

新井 和宏 氏
鎌倉投信(株)創業者(代表取締役)
青井 浩 氏
丸井グループ代表取締役社長(代表取締役)

新たな価値を通じて、 「資産形成」と「社会形成」の両立をめざす

青井：新井さんは鎌倉投信(株)を立ち上げる前は、何十兆円もの資産を、数字を駆使して運用する金融の巨人の中にいらしたわけですが、今は同じ金融の世界でも正反対のお仕事をされています。なぜ、そこまで両極端に振り幅を寄せられたのですか。

新井：一つは、数字でやる運用に限界を感じたからです。私は極っからの理系人間で、当初は数字だけで投資判断を行う「クオンツ運用」で世界一だったパークレイズ・グローバル・インベスターズ(株)(現 ブラックロック・ジャコブ(株))で、「投資はサイエンス」であるという投資哲学を追求していました。世界中のアナリストが出す業績予想を数目的に分析し、出た結果で何十兆円もの株取引を行っています。ところが、2007年に講演によるストロクスの襲撃にかり、会社も投資も辞める決意をしたのです。そんな時、阪本光尚先生の「日本ではなまじくいい会社」という本に出会い、私自身が一変しました。それまでの私にとって、会社は数字による客観の対象でしかなかったのですが、会社には人の血が流れているとうらやまになりました。それで、極端の反対極端まで行ってみたいと思い、鎌倉投信(株)を立ち上げました。

青井：両端を二重になっただけですね。ただ、反対の極端に行ってしまうと、投資価値は成り立たないのではないですか。どのようなバランスを取っているのですか。

新井：鎌倉投信(株)では、お客さまの最低限の資産形成に必要な4~5%のリターンを提供できる環境をつくった上で、それ以外は社会性を追求し、社会に貢献する「いい会社」に投資しています。儲からない会社にもお金が行かないと、社会課題は解決しません。目先の利益は出なくとも、ある程度成長して利益の出る会社と、そうでない会社とを組み合わせれば、お客さまにリターンは差せるはずです。それが、私がやりたかった社会性という観点で、もう一つの目標は「愛される金融」です。会社さんから必要とされる金融でありたいし、そのためには会社さんと需要を共にすると決めたのです。

当り前の成長戦略として、 「サステナビリティ」を企業文化に組み込む

青井：何社くらいの会社に投資されていますか。
新井：63社に投資しています。私たちは、「いい会社」といふか、「こういう会社にはいい」という軸がぶれなければいいのです。過去に投資から外れたのは7社で、その理



図 30 投資家との対話ページ

出所:丸井グループ共創経営レポート 2018

6-6. 3社の統合報告書の特徴

以上、高い評価を受けているエーザイ、オムロン、丸井の統合報告書について事例分析を行った。表 16 および表 17 は、事前に定めた評価基準に沿って、各社を「○」、「△」、「×」の 3 段階で評価した結果である。これらの分析結果を考慮し、3 社の優れた統合報告書に共通する特徴として 4 つあげることができる。

1 つ目は、企業の重視する経営理念や価値観を強調し、実現したい価値は何なのかを明確に示していることである。エーザイであれば、hhc という企業理念のもと、患者様満足を増大という価値を目的とし、結果としての経済的価値があることを示している。オムロンでは、社会への貢献を意識した企業理念のもと、ソーシャルニーズの創造という価値の実現を目的としている。丸井グループは、共創という独自の価値観を強調し、ステークホルダーの利益の重なり合う部分が企業価値であると定義し、自社の実現したい価値を明確に示している。実現したい価値が何であることを示すことが、価値創造やマテリアリティを語る上での第一歩となる。つまり、実現したい価値が曖昧なままでは、統合報告の目的である財務資本の提供者に対し、組織がどのように長期にわたり価値を創造するかを説明することはできず、マテリアリティの特定もできないのである。また独自の経営理念や価値観といったぶれない軸を持っているからこそ、価値創造を行う上での一連の活動を支えることができるのである。

2 つ目は、CEO や CFO といったトップマネジメントの関与が高いことである。エーザイでは、特に CFO の柳氏が統合報告書の中で独自の価値創造モデルの提唱や、財務戦略の説明を行っており、統合報告へのコミットメントが高いことがうかがえる。オムロンでは、CEO の山田氏によるトップメッセージで、価値創造の流れについて具体例を用いながら自身の言葉でわかりやすく説明している。また、ソーシャルニーズの創造という最も重視する部分について徹底的に強調し、それらを支える ROIC 経営等の説明も行っている。トップメッセージの部分を読むだけで、オムロンの経営スタイルや実現したい価値、価値創造の流れといったことがわかるようなものとなっている。丸井グループの CEO である青井氏は、この 3 社の中でも特にコミットメントが高い。トップメッセージにおいては、価値創造の流れおよび今後の脅威やリスクへの対処についても自身の言葉で語られている。実際、CEO の青井氏は「統合報告書の製作にトップマネジメントの参画は不可欠です。これは最も強調したいポイントです。統合報告や ESG は経営そのもの。トップの関与が大きいほど成果が上がり、外部からの評価も高くなります」と述べている²³。

3 つ目は、社会的価値の実現を、経営目的や目標、戦略レベルといった上位概

²³ 日経 ESG 2018/05 P34.

念でとらえていることである。エーザイでは患者様第一主義を掲げ、使命としての患者様満足の増大、結果としての売上や利益を強調している。つまり、あくまで目的は社会的価値の実現であり、結果としての経済的価値の実現ということである。オムロンでは、企業理念として社会への貢献を強調し、ソーシャルニーズの創造を目的としている。また、サステナビリティに関する項目を中期経営計画の経営目標としても掲げている。丸井グループは、企業価値をすべてのステークホルダーの利益の重なる部分として定義し、価値創造プロセスの図の中では今後の本業として「企業価値の向上と社会的課題の解決を同時に実現」といった表現をしている。また、レポート内では「インクルージョンは理念であると同時に事業戦略」という表現もしている。このように社会的価値の実現を上位概念でとらえることで、統合思考を用いた経営が実現できるという可能性が考えられる。

4つ目は、資本コストへの意識や KPI マネジメント、バランスシート・マネジメント等の財務戦略が秀逸であることである。エーザイでは、KPI として DOE を用いた独自性の高い KPI マネジメントや、シングル A の格付けを維持するバランスシート・マネジメントを行うことで、長期投資家にとって魅力ある財務戦略を実施している。オムロンは、ROIC を KPI として掲げ、逆 ROIC ツリーや ROIC 翻訳式といった独自の取り組みを行い、ROIC 経営を全社に浸透させることで、企業価値の向上を図っている。丸井グループは、ROIC-WACC スプレッドの開示というユニークな情報開示を行うことで定量的に企業価値創造を示しているほか、小売業から金融業への事業転換に考慮した最適な資本構成を実現することで、企業価値の最大化を図る取り組みを行っている。以上のように、この3社は秀逸な KPI マネジメントや財務戦略を展開していることがわかる。

以上の4つのポイントは優れた統合報告書の要件とも言い換えることができる。新たに統合報告書を導入する場合や、よりよい統合報告書を作成したい場合には以上のような点を考慮することで、企業価値向上をもたらす優れた統合報告につながる可能性がある。

表 16 3社の評価(1)

分析の視点	価値観・経営スタイル			価値創造		
評価項目	経営理念やビジョンを明確に示しているか	社会的価値の実現をどのレベルでとらえているか	実現したい価値を明確に示しているか	価値創造プロセスの可視化	資本の開示	トップマネジメントの関与
エーザイ	○	経営目的	○	○	○	○
		使命と結果の順序	患者様満足 の増大	○	○	○
オムロン	○	経営目的・目標	○	○	○	○
		具体的なサステナビリティ目標を設定	ソーシャルニーズの創造	○	○	○
丸井グループ	○	経営目的・戦略	○	△	×	○
		インクルージョンは理念であると同時に事業戦略といった表現	全てのステークホルダーの利益の重なり合う部分	△	×	○

表 17 3社の評価(2)

分析の視点	マテリアリティ				KPI・財務戦略			その他	
評価項目	マテリアリティ・マトリックスの開示	自社の特性にあった課題を設定	重要なステークホルダーを特定	トップマネジメントの関与	独自性があるか	事業戦略や経営スタイルとの整合性	トップマネジメントの関与	独自性の高い取り組みであるか	トップマネジメントの関与
エーザイ	○	○	○	△	○	○	○	○	○
			長期投資家にフォーカス	マテリアリティの評価プロセスへの関与は開示されていない	KPIとしてのDOEとシングルAを維持するBSマネジメント			非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル	
オムロン	×	△	×	○	○	○	○	○	○
		リスクとしてのESGと事業との関連性が薄い			逆ROICツリーやROIC翻訳式の導入			SINIC理論	
丸井グループ	○	△	×	○	○	○	○	○	○
		リスク要因の記述が少ない			ROIC-WACCスプレッドの開示			投資家との対話ページの設置	

※「○」は統合報告書の中で十分な開示があるものや高レベルの取り組みであるもの、「△」は統合報告書の中で開示はあるものの不十分なものや中レベルの取り組みであるもの、「×」は統合報告書の中で開示がないものや低レベルの取り組みであるものとした。

7. 結論と課題

本研究では、近年注目を集めている統合報告について着目し、実証分析と事例分析を行った。

実証分析では、どのような属性の企業が統合報告を導入するのかという統合報告導入の決定要因および統合報告と企業価値の関連性についての分析を行った。前者については、売上高研究開発費率の高い企業が統合報告を導入する傾向が高いという結果となった。つまり、研究開発を重視する企業は、情報の非対称性を緩和するため、統合報告を導入するインセンティブが働いている可能性が考えられる。また企業規模が大きく、PBRが低く、売上高成長率が低く、有利子負債の多い企業が統合報告を導入する傾向が高いということがわかった。

統合報告が企業価値に与える影響については、企業価値の代理変数としてPBR、株主資本コスト、期待成長率を用いて、これらと統合報告発行の有無との関係性を分析した。その結果、統合報告を発行した企業はそうでない企業に比べ、PBRが高く、株主資本コストが低く、期待成長率が高いという結果を得た。つまり統合報告は企業価値にプラスの影響を与えている可能性があることがわかった。

統合報告書の事例分析については、国内で高い評価を受けているエーザイ、オムロン、丸井グループの3社について分析を行った。その結果、3社の統合報告書の特徴として、①独自の経営理念や経営哲学を持ち、実現したい価値を徹底的に強調している、②CEOやCFOといったトップマネジメントが積極的に関与している、③社会的価値の実現を経営目標や戦略レベルといった上位概念でとらえている、④資本コストへの意識やKPIマネジメント、最適資本構成といった財務戦略が秀逸、ということがわかった。よって、これらの4つの視点が優れた統合報告書の要件ともいえ、これらの点を意識することで、企業価値向上につながるような優れた統合報告書に近づく可能性がある。

最後に本研究の課題は主に4つある。

1つ目は、さらなるサンプル・サイズの増加である。近年、統合報告を発行する企業は増加傾向にあることもあり、先行研究時よりも多くのサンプル・サイズを確保することができたが、東証一部上場企業全体で言えば直近で統合報告を発行している企業は15%程度に過ぎない。今後、統合報告を発行する企業はさらに増加していくと見込まれるため、サンプル・サイズの増加により異なる結果を得られる可能性がある。

2つ目は、イベント・スタディ等を用いたより短期の分析である。本研究では統合報告の発行タイミングや初度開示かどうかについての考慮を行っていない。これらを考慮し、イベント・スタディ等で株価リターンや株主資本コストの変化

などを分析し、新たな結果が得られる可能性がある。

3つ目は、株主資本コストおよび期待成長率の推定モデルの改善である。インプライド株主資本コストやインプライド期待成長率、またこれらを同時逆算する手法は数多くあり、その精度もさまざまである可能性が考えられる。本研究で用いたモデルは比較的シンプルなものであり、異なるモデルを用いることでより精度の高い推定値を算出できる可能性がある。

4つ目は、統合報告の質を考慮した実証分析である。Barth et al.(2016)は、EY社の所有データを使用することができているため、統合報告の質の影響を分析できているが、本研究ではダミー変数という形で統合報告書を発行しているかどうかの分析しか行っていない。統合報告は実質的なものから形式的なものまで質のばらつきがあることが考えられ、この点を何かしらの方法で定量化し変数として考慮することで、新たな結果が得られる可能性がある。

以上を今後の課題として、さらなる検証を行いたい。

参考文献

- [1] 足立英一郎・村上芽・橋爪麻紀子(2016)「投資家と企業のための ESG 読本」, 日経 BP 社.
- [2] アムンディ・ジャパン(2018) 「社会を変える投資 ESG 入門」, 日本経済新聞出版社.
- [3] 井口譲二(2013)「非財務情報(ESG ファクター)が企業価値評価に及ぼす影響」 『証券アナリストジャーナル』 第 51 巻第 8 号, 36-44 項.
- [4] 石光裕(2018)「研究開発費情報と投資家行動」, 中央経済社.
- [5] 井手正介・高橋文朗(2009)「ビジネス・ゼミナール 経営財務入門」, 日本経済新聞出版社
- [6] 伊藤和憲(2016)「統合報告書に基づく価値創造プロセスの比較」『専修商学論集』 103,19-37 項.
- [7] 伊藤嘉博(2016)「統合報告が管理会計研究・実践に及ぼす影響」 『早稲田商学』 第446号,29-51項.
- [8] エーザイ株式会社(2017)「統合報告書2017」.
- [9] エーザイ株式会社(2018)「統合報告書2018」.枝廣・内藤(2007),「入門！システム思考」,講談社現代新書
- [10] 枝廣淳子・内藤耕(2007),「入門！システム思考」,講談社現代新書.
- [11] 大鹿智基(2013)「人的支出と企業価値の関連性 ―賃下げは企業価値向上をもたらすか―」『早稲田商學』 早稲田商學同攻會, 第 434 号, 289-311 頁.
- [12] 大鹿智基 (2016) 『非財務情報の企業価値―統合報告において開示すべきKPI の実証的探究―』 学位申請論文, 早稲田大学大学院商学研究科.
- [13] 太田浩司(2013)「パネル・データ分析におけるクラスター頑健手法の使用について」 『証券アナリストジャーナル』 第51巻第11号, 77-87項.
- [14] 小方信幸(2014)「社会的責任投資の投資哲学とパフォーマンス」, 同文館出版.
- [15] オムロン株式会社(2017)「統合レポート2017」.
- [16] オムロン株式会社(2018)「統合レポート2018」.
- [17] 加賀谷哲之(2017)「財務情報の有用性は低下しているか？」 『企業会計』 69巻9号,649-663項.
- [18] 勝山進(2015)「統合報告の現状と課題」 『商学集志』 第84巻第3・4号, 日本大学商学研究会.
- [19] 加藤康之(2018)「ESG投資の研究:理論と実践の最前線」, 一灯舎
- [20] 株式会社丸井グループ(2017)「共創経営レポート2017」.
- [21] 株式会社丸井グループ(2018)「共創経営レポート2018」.

- [22] 企業価値レポート・ラボ(2018)「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト2017年版」.
- [23] 北川哲雄(2016)「ガバナンス革命の新たなロードマップ」,東洋経済新報社.
- [24] 木村晃久・大森明(2016)「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-」『横浜経営研究』37(2),149-167 項.
- [25] 経済産業省(2014)「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プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書」.
- [26] 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-」.
- [27] 須田一幸(2004)「ディスクロージャーの戦略と効果」,森山書店.
- [28] 曾我昂平(2014)「経営理念と株主資本コスト」『NFI リサーチ・レビュー』2012年11月号
- [29] 奈良沙織・野間幹晴(2013)「アナリスト予想の価値関連性—アナリスト数の観点から—」『会計』第184巻, 第2号, 234—247項
- [30] 西原利昭(2016)「統合報告におけるインタangibleの情報開示と情報利用」,専修大学出版局.
- [31] 日本証券アナリスト協会(2016)「価値向上のための対話」,日本経済新聞出版社.
- [32] 野間幹晴(2005)「研究開発投資に対する株式市場の評価」『無形資産の会計』339-356項
- [33] バージニア・アンダーソン、ローレンジョンソン、翻訳伊藤武志、「問題解決と意思決定を図解で行う論理的思考技術 システム・シンキング」、日本能率協会マネジメントセンター.
- [34] 長谷川直哉(2017)「統合思考とESG投資」,文眞堂.
- [35] 張替(2018)「無形資産と ESG のインプライド期待成長性への影響」『証券アナリストジャーナル』第 56 巻第 7 号, 17-27 項
- [36] 林順一 (2014) 「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, 1-11項
- [37] 古庄修(2018)「国際統合報告論 —市場の変化・制度の形成・企業の対応」,同文館出版
- [38] 水口剛(2017)「ESG 投資 新しい資本主義の形」,日本経済新聞出版社.
- [39] 宮永雅好(2018)「中長期投資において重視される非財務情報とは—企業とアナリストの建設的な対話に向けて—」『証券アナリストジャーナル』第 56 巻第 11 号, 7-30 項.

- [40] 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, 97-111項.
- [41] 柳良平(2016)「ROE経営と見えない価値」,中央経済社.
- [42] 柳良平・吉野貴晶 (2016)「人的資本・知的資本と企業価値 (PBR) の関係性の考察」『月刊資本市場』2017 (10) 4-13項.
- [43] 柳良平 (2017) 「世界の投資家は日本企業をどう見ているか—2017年グローバル投資家サーベイの示唆するもの」『企業会計』69 (5) 108-114項
- [44] 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.
- [45] CRD(2016)「Statement of Common Principles of Materiality」.
- [46] Frias-Aceituno,J.V., L. Rodríguez-Ariza and I.M. Garcia-Sánchez(2014), “Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting”, Business Strategy and the Environment, 23(1), 56-72.
- [47] KPMG(2015)「日本企業の統合報告書に関する調査 2014」.
- [48] KPMG(2016)「日本企業の統合報告書に関する調査 2015」.
- [49] KPMG(2017)「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」.
- [50] KPMG(2018)「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」.
- [51] KPMG FAS・あずさ監査法人(2017)「ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話」,日本経済新聞出版社.
- [52] KPMGジャパン(2018)「社会が選ぶ企業」,日本経済新聞出版社.
- [53] IIRC (2013)「国際統合報告フレームワーク 日本語訳」.

謝辞

本論文を作成するにあたり、様々なご指導をいただいた方々に感謝申し上げます。

主査である村上裕太郎先生には、テーマの設定から分析結果の解釈まで多大な助言を頂きました。いつも親切にご指導いただき、深く感謝しております。この1年間、ゼミ活動を通じて本当に多くのことを学ぶことができました。

副査の高橋大志先生、市来寄治先生からも大変貴重なご意見を頂きました。また、東北大学の黄耀偉先生には、データ加工の方法から様々な分析手法まで実証分析を行う上では欠かせない部分についてご指導いただきました。皆様のご協力がなければ、本論文を完成することはできなかったことと思います。この場を借りて厚く御礼申し上げます。

そして、同じゼミ生である白沢豊氏、秋元多恵子氏、野村昌広氏、金子愛氏にはこれまで切磋琢磨し合い、忌憚なきご意見をいただいたことに大変感謝いたします。

最後に大学院進学について応援していただき、様々なサポートをしていただいた両親に感謝申し上げます。

2019年1月
村上裕太郎ゼミ
阿南 晏樹