

# 非財務情報開示と企業価値の関係に関する実証分析

## — 統合報告に対する株価反応についてのイベントスタディ —

松本 守<sup>a</sup>・大坪 史治<sup>b</sup>

### 1. はじめに

「統合報告バブル」と言われるように、日本企業による統合報告書の発行が近年急増している<sup>1)</sup>。日本経済新聞（2021年7月5日）によれば、2020年時点で統合報告書を発行している日本企業は579社に上り、2010年比で25倍に及ぶ。この背景には、企業側も投資家側もCSR（Corporate Social Responsibility：企業の社会的責任）経営やESG（Environmental, Social and Governance：環境・社会・ガバナンス）投資を強く志向するようになったことが挙げられよう。

こうした流れの中、新聞報道において、統合報告書の発行を契機に、統合報告書発行企業の株価パフォーマンスが（短期的・長期的に）上昇すると指摘されることがしばしばある。例えば、日本経済新聞（2021年8月4日）では、「株主や投資家をはじめすべてのステークホルダーとのさらなるコミュニケーション向上を目指す」ために、2021年6月23日に初めて統合報告書を発行したアシックス（7936）の株価は、翌24日から3日連続で続伸し、発行前から245円（10%）上昇し、統合報告書による情報開示が好感されているためとの見方が紹介されている<sup>2)</sup>。

しかしながら、筆者らが知る限り、日本企業による統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応を実証的に分析しているのは榊原・譚（2016）のみであるが、そこでは昨今の新聞報道等で指摘されているような株価の上昇は観察されていない。これは統合報告書発行に対する株価の上昇はごく最近のことであって、時期（期間）に応じて株式市場の反応が異なることを意味しているのかもしれない。

本稿の目的は、榊原・譚（2016）と異なり、直近（2020年）において統合報告書を初めて発行した日本

企業を対象に、統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応を、標準的なイベントスタディの手法を利用して実証的に分析することである。本稿の既存研究に対する最大の貢献は、非財務情報の情報開示に積極的な企業であるかどうかによって、統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応が異なるのかという点についても分析していることである。これまでの先行研究では、企業特性（企業規模、業種、エージェンシー問題の程度など）による差を考慮した分析はあるものの、過去の実証報告書の開示状況については考慮されてこなかった。筆者らが知る限り、本稿はこの点を検証した初めての研究である。さらに、本稿の実証分析は日本企業による統合報告書の発行が企業価値（株主価値）を変化させていることを見出しているが、統合報告書を通じての非財務情報の情報開示が企業価値に影響を及ぼしていること（統合報告書の価値関連性）を明らかにしている点も大きな貢献の1つであろう。本稿の実証結果は、統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応を分析している先駆的な研究である榊原・譚（2016）とは異なる知見を提示している。

本稿の主要な発見は、日本企業による統合報告書の初回発行は平均的には企業価値に影響を及ぼしていないものの、非財務報告書発行経験のある企業による統合報告書初回発行は企業価値に有意に正の影響を及ぼしている一方で、非財務報告書発行経験のない企業による統合報告書初回発行は企業価値に有意に負の影響を及ぼしていることである。

本稿の構成は次の通りである。第2節では統合報告書の変遷について説明する。第3節では先行研究をレビューする。第4節ではデータソースやサンプルについて説明する。第5節では実証分析を行い、実証結果の解釈を行う。第6節では結論を述べ、残された課題について検討する。

a E-mail: mmamoru@dokkyo.ac.jp

b E-mail: fotsubo@dokkyo.ac.jp

## 2. 統合報告の国際的普及と発展

2000年代に入り、市場での非財務情報に対する関心の高まりを背景にして、投資家の意思決定有用性あるいは投資責任の両面から情報拡充が図られてきた。2001年のEU指令（2001/453/EC）では、財務的影響を与えうる環境情報（環境リスクおよび環境負債等）の重要性を示し、アニュアルレポートでの情報開示を勧告している。さらに2003年のEU指令（2003/51/EC）では、企業実態を正確に理解するうえで企業情報は財務的側面に制限されるべきではなく、環境・社会的側面に拡張されるべきであるとし、企業のアニュアルレポートにおいて非財務情報を開示することを勧告している<sup>3)</sup>。

このような非財務情報を経済的かつ合理的な意思決定をおこなううえで重要な要素と位置づけ、財務情報と結び付けようとする試みは、企業実践にも徐々に普及していった。その先行例として、Natura社（2002年度よりESG情報を組み込んだ“Annual report”を公表）、Novozymes社（2002年より“Annual report-Integrated Annual Report, Environmental and Social Report”を公表）、Novo Nordisk社（2004年よりサステナビリティレポートとアニュアルレポートを統合した“Annual Report-financial, social and environmental performance”を公表）、UTC社（2008年よりCSR報告書とアニュアルレポートを統合した“Annual Report-More with less”を公表）、Philips社（2008年より“Annual Report”を公表）などが好例として挙げられている<sup>4)</sup>。いずれも企業の事業パフォーマンスと環境・社会パフォーマンスは密接不可分であるという認識から、財務情報と非財務情報（あるいは社会的責任情報）をリンケージさせて情報の体系化を図ろうとする先駆的試みである。

2010年には、統合報告の国際的フレームワークを構築することを目的にA4S（The Prince's Accounting for Sustainability Project）とGRI（Global Reporting Initiative）によってIIRC（International Integrated Reporting Council）が設立され、2011年には国際統合報告フレームワーク草案、2013年には国際統合報告フレームワークが公表され、企業の情報開示慣行に大きな影響を与えている。

KPMGのグローバルサーベイ（2020）によれば、非財務情報を公表することが国際スタンダードになっていることを示しながら、N100調査<sup>5)</sup>では61%、G250調査<sup>6)</sup>では76%の企業が非財務情報をアニュアルレポートに含めていることを示している。また統合報告書として公表する企業は、N100調査では16%、G250調査では22%となっており、その多くはIIRCフレームワークを参考に行っている。また、2021年にダボス会議において公表された持続可能な企業ランキングGlobal100社においては、9社が統合報告書、16社が非財務情報を含むアニュアルレポートを公表している。IIRCフレームワークに基づく統合報告については国や地域により差異はあるものの、財務情報と非財務情報の統合は着実に進展している。

また、2021年には国際統合報告フレームワークの改定版が公表され、同年にはIIRCとSASB（Sustainability Accounting Standards Board）が合併し、VRF（Value Reporting Foundation）が新設されたことで、統合報告の新たな局面を迎えている。

一方、わが国における非財務報告のはじまりは、1990年代初頭に登場した環境報告書に遡ることができる。例えば旭化成（1992年）、東京電力（1992年）、関西電力（1993年）、IBM（1993年）などの企業により公表されはじめ、現在では中小零細企業や地方自治体、学校法人、生活協同組合などといった企業以外の組織体にも広く普及している。

1990年中葉から後半にかけて、レスポンシブル・ケア（Responsible Care）報告書、グループ報告書、サイト報告書、子供向け報告書、ダイジェスト版、外国語版といったユニークな形態の報告書が登場する。さらに2000年頃を境にしてサステナビリティ概念の企業経営への敷衍、CSRの再考、国連責任投資原則（PRI）におけるESGイニシアチブ、そしてPorterの提唱するCSV経営の実践などを背景に、「環境・社会報告書（2001年～）」、「持続可能性報告書（2000年～）」、「CSR（企業の社会的責任）報告書（2000年～）」などが公表されるようになり、情報の拡充と再編が繰り返されてきた。

こうした情報の充実あるいは肥大化に対してマテリ

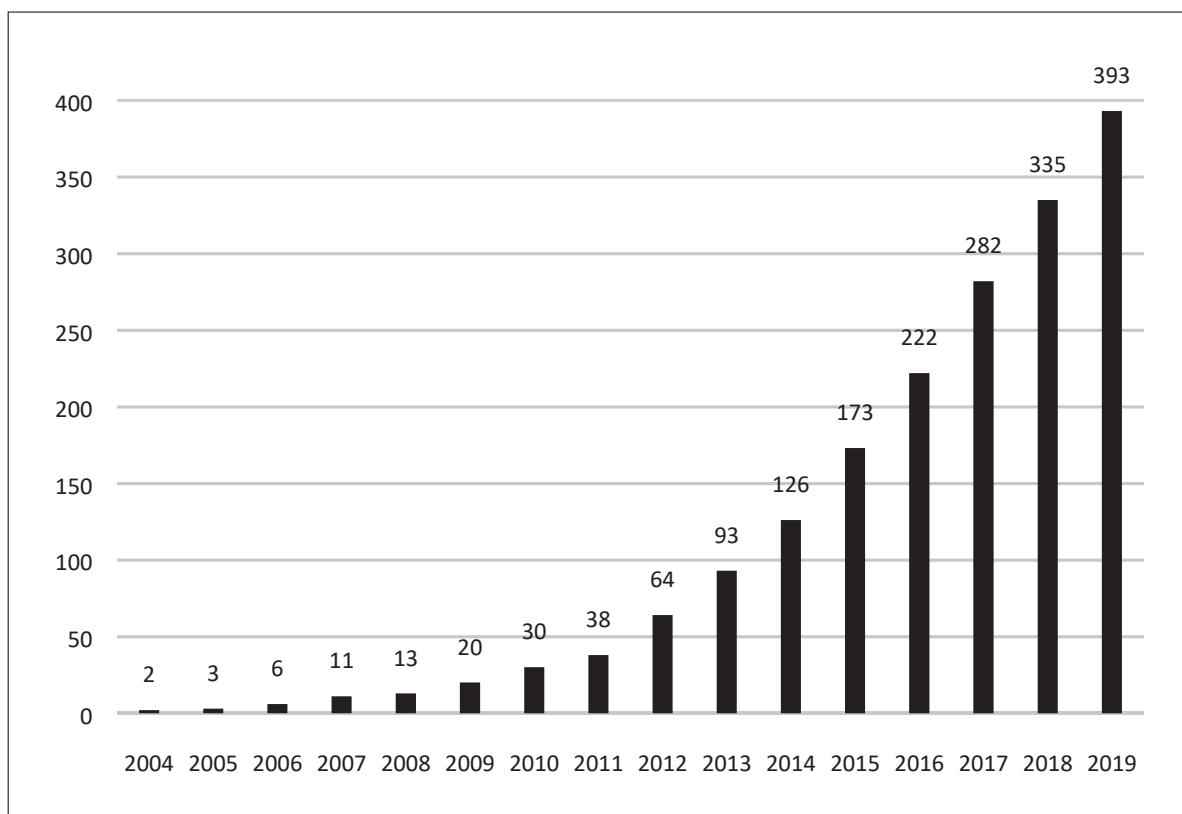
アリティやKPI（Key Performance Indicators）を用いた情報取捨、そして財務情報と非財務情報の再編を企図した統合報告へと移行する。非財務報告書の発行経験のある1,574組織の調査では、わが国で最初に統合報告が公表されたのは2004年であり、その件数は、IIRC（VRF）の国際的な働きかけをはじめ、伊藤レポートや経済産業省「価値協創ガイダンス」の公表、その他の基準策定機関・団体、監査法人、コンサルタント会社ならびにフォーラムなどによる作成支援、監査・保証業務、セミナー、表彰制度などの後押しもあり、近年著しく増加している。さらに報告書の果たす機能においても、単なる情報のアウトプットから双方向コミュニケーションツールへ、そして情報の有用性を重視する「説明」へと進化している。

統合報告の名称は多様であり、統合報告書といった直接的な名称から、コーポレートレポート、アニュアルレポート、組織名を冠したレポート、ANNUAL & CSR・コンプライアンスレポート、ANNUAL & CSR REPORT、経営（年次）報告書、「財務」・「環境社会」

年次報告書、会社案内／連結年次報告書／社会・環境報告書などといった名称が確認される。内容をみても、IIRC統合報告の精神に沿って財務情報と非財務情報の連動性を示しながら価値創造の道筋を説明する報告形式から、独自の方法で統合化を図るケース、単にひとつの報告書に各領域の情報を区分して記載する結合的な報告形式があり、ボランティア開示であるが故、統合報告の解釈、実践例や移行方法は多岐にわたる<sup>7)</sup>。

しかしながら非財務報告書の発行経験のある企業に注視すれば、それぞれ別次元で展開する非財務情報とIR・財務関連情報が一つになろうとする現象は確認することができる。本稿では多様な統合報告の捉え方と実践例があるなかで一つの解釈を示すことが困難であることから統合報告を広義に捉え、非財務報告書の経年的変化、すなわちタイトル、掲載場所、内容、参考とするガイドラインの変化を基準にして統合報告を判定する。

図1 統合報告を意識した報告書の推移



出所：非財務報告書の発行経験のある1,574組織の調査より筆者作成。縦軸の単位は件数、横軸の単位は年である。

### 3. 先行研究のレビュー

ファイナンス分野におけるCSR活動に関する研究のホットトピックの1つは、CSR活動が企業パフォーマンス・企業価値に及ぼす影響についてである (Gillan et al. (2021))<sup>8)</sup>。その中で、CSR活動に関する情報開示は企業価値を増加させるのかというリサーチクエスチョンを、イベントスタディの手法によって実証的に分析している一連の研究がある。

Flammer (2013) は環境に関するCSR (Environmental CSR) 活動に着目し、環境に関するアナウンスメント (273社) をeco-friendly event (117社) とeco-harmful event (156社) に分類した上で、これらのアナウンスメントに対する株式市場の反応を分析している。具体的には、1980年1月1日から2009年12月31日までのWall Street Journalの記事を、いくつかのキーワード (例えば、pollution, contamination, oil spill, hazardous waste, ecosystem preservation, recycling, emission, global warmingなど) を利用してイベント (アナウンスメント) を特定し、その内容を精査してeco-friendly eventとeco-harmful eventに分類している。Flammer (2013) は、eco-friendly eventの累積平均異常収益率 (CAR (-1, 0)) が有意に正である一方で、eco-harmful eventの累積平均異常収益率 (CAR (-1, 0)) が有意に負であることを報告している (いずれも1%水準で有意であるが、イベント後は有意ではない)。

さらにFlammer (2013) は、外部環境が環境に関するCSR活動に対する株価反応についても分析を行っている。近年のように、企業のeco-friendlyな行動が広範囲に広がっているという意味で、外部のプレッシャー (環境問題に対する意識) が相対的に強い時期には、eco-harmfulな行動に対する株式市場のネガティブな反応はより深刻になる一方で、eco-friendlyな行動の競争的な価値が低くなり、eco-friendlyな行動に対する株式市場のポジティブな反応は鈍化する可能性がある。1980年代にはeco-friendlyな行動に対する株式市場のポジティブな反応は強いが (CAR (-1, 0) は1.19%, 1%水準で有意)、eco-harmfulな行動に対する株式市場のネガティブな反応は弱いこと (CAR (-1, 0) は-0.42%, 有意ではない)、2000年代には

eco-friendlyな行動に対する株式市場のポジティブな反応は弱い (CAR (-1, 0) は0.68%, 10%水準で有意)、eco-harmfulな行動に対する株式市場のネガティブな反応は強いこと (CAR (-1, 0) は-1.12%, 1%水準で有意) を見出している。これらの結果は時期に応じて環境に関するCSRに対する株式市場の反応が異なることを示唆しており、外部のプレッシャーが環境に関するCSR活動に対する株価反応に影響を及ぼしていると言えよう。

Krüger (2015) はESG評価期間であるKLDから入手可能なCSRに関するイベント (Community・Corporate governance・Diversity・Employee relations・Environment・Human rights・Productに関する、2001年から2007年までの2,116のアナウンスメント) を利用して、それらを精査してPositive events (574アナウンスメント) とNegative events (1,542アナウンスメント) に分類した上で、これらのアナウンスメントに対する株式市場の反応を分析している。Krüger (2015) はNegative eventsに対する株式市場の反応は有意に負であり、特にCommunityとEnvironmentに関するNegative eventsにおいて株価が大きく低下していることを見出している。一方で、Positive eventsに対する株式市場の反応は有意性が低いものの負であり、システマティックに反応しているわけではないことが見出されている。この点について、Krüger (2015) はエージェンシー問題 (Jensen (1986)) が生じる可能性が高い企業ほど (負債比率が低い、フリーキャッシュフローが多い)、Positive eventsに対する株価反応が有意に高いことを報告しており、CSR活動を改善することが株主価値の増加に寄与するというエビデンスを提示している。

ところで、近年、日本企業が取り組むCSR活動に関する情報開示は、統合報告書を通じても行われるようになってきているが、統合報告書による情報開示は企業価値を増加させるのだろうか。

榊原・譚 (2016) は、2007年から2015年までに新規に統合報告書を発行した日本企業91社を対象にして、統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応を分析している。そこでは、イベント日 (アナウンスメ



ント日)には有意に正の値が見られるものの( $t=0$ における平均異常収益率は0.31%であり、10%水準で有意)、その10日後まで平均異常収益率も累積平均異常収益率も有意にゼロと異なっていないことが報告されている<sup>9)</sup>。つまり、榊原・譚(2016)の実証結果は、統合報告書の発行は平均的には企業価値に強い影響を及ぼしていないことを示唆している。ただし、2015年度における統合報告書初回発行企業(38社)の異常収益率については、イベント日( $t=0$ )における平均異常収益率は0.78%であり(1%水準で有意)、有意に正の値であることに加えて、それ以降の累積平均異常収益率についても有意に正の値が継続しており、榊原・譚(2016)は(業種による差はあるものの)2015年の単年度のみ株式市場が統合報告書の発行をグッドニュースと受け止めていると主張している。これらの結果はまた、Flammer(2013)が明らかにしたように、年度によって統合報告書の発行が企業価値に及ぼす影響が異なる可能性を示唆しているのかもしれない。

榊原・譚(2016)の分析は、わが国における統合報告書の発行初期を対象とした先行研究であり、その後の統合報告書の発行件数の増加と統合報告書に対する認知度の高まりを鑑みれば、近年における統合報告の発行と企業価値の関係性を分析する意義はある。

## 4. 分析方法

### 4.1. データとサンプル

本稿の目的は、直近である2020年に新規に統合報告書を発行した企業を対象に、統合報告書の初回発行に対する株価反応をイベントスタディによって実証的に分析することである。実証分析にあたって、株価データについては、日経ポートフォリオマスター(NPM)から入手した。本稿の分析で最も重要なデータは統合報告書を発行している企業についてである。

既に述べたように、1990年代に入り、非財務情報が開示されるようになって久しいが、近年において統合報告書を発行する企業には大きく2つのタイプが存在している。1つは統合報告書を発行する前から非財務情報を積極的かつ継続的に開示してきた企業であり、もう1つは非財務情報を統合報告書で初めて開示した

企業である。いずれの企業においても統合報告書を初めて発行するという点では同じであるが、報告書の構成や内容、さらには情報開示を通じての透明性や社会的信頼においては差異があるものと考えられる。現在まで非財務情報を継続的に開示してきた企業は、少なからずこれまでの非財務情報開示の経験と蓄積を統合報告書の内容に活かしつつ、継続して利害調整を効果的に図れると考えるからである。株式市場が非財務情報を積極的かつ継続的に開示してきた企業とそうではない企業の統合報告書の初回発行アナウンスメントをどのように評価するかは実証上の課題である。

そこで、本稿の分析を進めるにあたって、当該企業が統合報告書を発行する前に非財務報告書を発行していたかどうかについての情報が必要になる。本稿の分析の特徴でもあるが、当該企業が過去に非財務報告書を発行していたかどうかについては、独自のデータベースを利用して判別する。本稿で使用するサンプルは以下のようにして抽出されている。

まず、2020年に新規に統合報告書を発行した企業を抽出するために、企業価値レポート・ラボによる「自己表明型統合レポート発行企業」を利用した。ここには2020年に新規に統合報告書を発行した企業がリストアップされている。本稿では「自己表明型統合レポート発行企業」から初期サンプルとして68社を抽出した。

次に、この68社の中から統合報告書の初回発行前に非財務報告書を発行している企業とそうではない企業を判別する。本稿では次のような手続きを踏んでいる。本稿では過去に非財務報告書の発行経験のある企業として1,333社をすでに特定している。この1,333社は、PDFファイル形式の報告書に限定した非財務報告書に関する独自のデータベースから抽出している。本データベースは、1990年代初頭において主流であった冊子媒体の報告書一覧を作成したことからはじまり、現在では組織総数1,574組織<sup>10)</sup>、総冊数17,385冊を数える。なお環境省の2011年度調査<sup>11)</sup>では、CSR報告書等を含む非財務報告書を発行する企業は1,016社であると示しており、PDFファイル形式に限定した本データベースでは、同時点において企業が公表する918冊<sup>12)</sup>の非財務報告書を管理・記録している。環境省調査が

あらゆる開示媒体を対象としていることを考慮すれば、2011年度においては、ほぼすべての発行企業をカバーしていると言える。

もともと非財務報告書は一部の例外組織を除いてボランタリーに開示される報告書であるため、非財務報告書発行の萌芽期においては発行企業全体を把握することは十分可能であった。しかし2000年頃を境に徐々に業種や企業規模、組織形態を問わず公表例が増大し、全体を把握することが困難になりつつあるが、日経225や上場企業のスクリーニング調査、中小零細企業の検索調査などを通じて継続的にサンプルの確保に努めている。

本稿では非財務報告書の発行経験のある企業1,333社のなかから2004年から2021年にかけて統合報告を公表する475社を特定し、さらに今回の分析の対象期間である2020年1月から2020年12月にかけて統合報告書を初めて発行した68社に限定したうえで、非財務報告書の発行の有無を独自のデータベースと付き合わせた結果、非財務報告書発行経験のある企業が41社、非財務報告書発行経験のない企業が27社であることが分かった。

イベントスタディを行ううえで、あるイベントが他のイベントと同時に生じていないということを担保することは極めて重要である。なぜなら、統合報告書の発行と同時に決算情報などが開示されている場合、イベント日の株価がどのアナウンスメント（情報開示）に反応しているのかが区別できないからである。したがって、統合報告書の初回発行アナウンスメントが他のアナウンスメントと同時に生じていないことを確認して、イベントスタディではクリーン・サンプルを分析の対象としなければならない。

本稿ではクリーン・サンプルを抽出するにあたって、イベント（統合報告書初回発行アナウンスメント）日前後3日間において、決算短信など企業の業績情報が開示されているかどうかを1社ずつチェックし、該当する企業をサンプルから除外した<sup>13)</sup>。最終的に、実証分析に使用可能なイベントとして49社（非財務報告書発行経験のある企業31社、非財務報告書発行経験のない企業18社）が残った。これら49社の業種別内訳は表1にまとめられている。本稿と同様の分析を行って

表1 サンプル企業の業種別内訳

業 種	企業数	割 合
鉱業	1	2.04%
建設	2	4.08%
化学	7	14.29%
医薬品	1	2.04%
鉄鋼	1	2.04%
非鉄金属	2	4.08%
金属製品	3	6.12%
機械	2	4.08%
電気機器	3	6.12%
輸送用機器	1	2.04%
精密機器	1	2.04%
陸運	1	2.04%
情報・通信	2	4.08%
卸売	7	14.29%
小売	1	2.04%
銀行	9	18.37%
その他金融	2	4.08%
不動産	2	4.08%
サービス	1	2.04%
計	49	100.00%

る榊原・譚（2016）のサンプルと同様に化学業や卸売業に属する企業が多いが、銀行業の割合が多い点が異なる（榊原・譚（2016）では銀行業の割合は1.1%）。

#### 4.2. イベントスタディ

本稿では、統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応を、標準的なイベントスタディの手法を利用して分析する。ここでは、標準的なイベントスタディの手法について説明する<sup>14)</sup>。

標準的なイベントスタディでは、もしイベントが生じなかったのであれば実現していたであろう収益率（正常な収益率：反事実）をマーケット・モデルを利用して推定し、当該企業の株式収益率からマーケット・モデルを利用して推定した正常な株式収益率を差し引くことで、異常収益率（Abnormal Return：AR）を計算する。

本稿では、推定ウィンドウを、イベント日（統合報告書の初回発行に関するアナウンスメント日）の130営業日前から11営業日前（120日間）と設定し、マーケット・モデルと呼ばれる以下の(1)式をOLS（最小二乗法）推定し、 $\alpha_i$ と $\beta_i$ を推定する。なお、 $R_{it}$ は $t$ 日における企業 $i$ の収益率、 $R_{mt}$ は $t$ 日におけるマーケット・ポートフォリオ（TOPIX）の収益率、 $\varepsilon_{it}$ は誤差項を示している。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

そして、推定した  $\hat{\alpha}_i$  と  $\hat{\beta}_i$  を利用して、イベント期間の異常収益率 (AR) を以下の (2) 式によって計算する。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

イベント期間の株価反応を検証するにあたって、平均異常収益率 ( $\overline{AR}$ ) を利用して、帰無仮説「 $\overline{AR}_t = 0$ 」について統計的に検証する。以下の (4) 式の検定統計量は t 分布に従う。

$$t = \frac{\overline{AR}_t}{\sigma(\overline{AR}_t)} \quad (4)$$

ただし、

$$\sigma(\overline{AR}_t) = \frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{t=-130}^{-11} \frac{(R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2}{119}} \quad (5)$$

本稿では、標準的なイベントスタディと同様に、以下のようにして、異常収益率 (AR) だけでなく、累積異常収益率 (CAR) も算出して分析を行う。

$$CAR_t(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (6)$$

$$\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it}(t_1, t_2) \quad (7)$$

また、累積平均異常収益率 ( $\overline{CAR}$ ) を利用して、帰無仮説「 $\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = 0$ 」についても統計的に検証する。以下の (8) 式の検定統計量は t 分布に従う。

$$t = \frac{\overline{CAR}_t(t_1, t_2)}{\sigma(\overline{AR}_t) \sqrt{t_2 - t_1 + 1}} \quad (8)$$

## 5. 実証結果

本稿では、日本企業による統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応をイベントスタディによって分析する。株式市場が日本企業による統合報告書の発行を、企業価値が増加するイベントとして好意的に評価すればイベント日付近で正の AR (異常収益率) が発生すると考えられる。

まず、全サンプル企業を対象とした分析結果がまとめられている表 2 について見てみよう。ここには、イベント日 ( $t=0$ ) 前後 10 日間 (計 21 日間) における AR (平均異常収益率) および CAR (累積平均異常収益率) と各イベントウィンドウの CAR (累積平均異常収益率) が示されている。表 2 についてみると、AR および CAR いずれも有意な値は観察されていない。イベント日の AR (0) は 0.35% であるが、有意に

表 2 統合報告書初回発行企業の株価反応 (全企業)

日	AR	t 値	CAR	t 値
-10	0.30	1.05	0.30	1.05
-9	0.11	0.38	0.40	1.01
-8	-0.14	-0.50	0.26	0.53
-7	0.34	1.22	0.61	1.07
-6	0.04	0.15	0.65	1.03
-5	-0.21	-0.73	0.44	0.64
-4	0.12	0.41	0.56	0.75
-3	-0.14	-0.50	0.42	0.52
-2	-0.09	-0.31	0.33	0.39
-1	-0.44	-1.57	-0.11	-0.13
0	0.35	1.22	0.23	0.25
+1	0.06	0.20	0.29	0.30
+2	-0.28	-0.98	0.01	0.01
+3	-0.31	-1.08	-0.29	-0.28
+4	0.00	0.00	-0.29	-0.27
+5	0.18	0.65	-0.11	-0.10
+6	-0.09	-0.31	-0.20	-0.17
+7	0.11	0.41	-0.08	-0.07
+8	0.25	0.87	0.17	0.13
+9	-0.40	-1.41	-0.23	-0.18
+10	-0.11	-0.39	-0.34	-0.26
(0, +1)			0.40	1.01
(-1, 0)			-0.10	-0.24
(-1, +1)			-0.04	-0.08
(-2, +2)			-0.41	-0.64
(-3, +3)			-0.85	-1.14
サンプルサイズ	49		49	

(注) AR (平均異常収益率) と CAR (累積平均異常収益率) の単位は%である。t=0はイベント日 (アナウンスメント日) である。CAR (-1, 0) : イベント日とその前日を含む 2 日間の累積平均異常収益率, CAR (0, +1) : イベント日とその翌日を含む 2 日間の累積平均異常収益率, CAR (-1, +1) : イベント日前後 3 日間の累積平均異常収益率, CAR (-2, +2) : イベント日前後 5 日間の累積平均異常収益率, CAR (-3, +3) : イベント日前後 7 日間の累積平均異常収益率。

ゼロと異なっていない ( $t=1.22$ )<sup>15)</sup>。また、イベント日付近のCARについても、CAR (0, +1) を除いて負の値である (いずれも有意ではない)。

これらの実証結果はいくつかの先行研究の結果と類似していると考えられる。本稿と同じ分析を行っている榊原・譚 (2016) においても、イベント日のみ有意に正のARが報告されている点は異なるものの、それ以降において全般的に (平均的に) 有意なARが観察されない点は榊原・譚 (2016) と類似していると言える。ここで、統合報告書の発行をグッドニュース (ポジティブな情報開示) と捉えれば、2000年代に入るとeco-friendly eventに対する株価反応が小さくなっていることを示したFlammer (2013) やPositive eventに対する株価反応が負であることを示したKrüger (2015) と同様に、少なくとも直近にお

いては、株式市場は単純に統合報告書の発行をグッドニュースとして好感しているわけではないこと示唆していると考えられる。

次は、企業が統合報告書を発行する前に、非財務報告書を発行していた経験があるかどうかを考慮した分析を行う。表3には統合報告書の発行前に非財務報告書を発行した経験がある企業 (31社) の分析結果がまとめられており、表4には統合報告書の発行前に非財務報告書を発行した経験がない企業 (18社) の分析結果がまとめられている。なお、表3と表4についても表2と同様のARおよびCARの結果が示されている。

まず、表3について見ると、表2と異なり、統合報告書の初回発行に対して、株価がポジティブに反応していることが分かる。表3の結果を図示している図1からも明らかなように、統合報告書の初回発行日に株

表3 非財務報告書発行経験のある統合報告書初回発行企業の株価反応 (31社)

日	AR	t値	CAR	t値
-10	0.26	0.91	0.26	0.91
-9	-0.08	-0.27	0.18	0.46
-8	-0.02	-0.07	0.16	0.33
-7	0.15	0.53	0.31	0.55
-6	0.00	0.01	0.32	0.50
-5	0.04	0.16	0.36	0.52
-4	0.26	0.93	0.62	0.83
-3	-0.16	-0.56	0.46	0.58
-2	-0.01	-0.03	0.46	0.54
-1	-0.32	-1.14	0.13	0.15
0	0.83***	2.94	0.97	1.03
+1	0.18	0.63	1.14	1.17
+2	-0.22	-0.78	0.92	0.90
+3	-0.01	-0.03	0.92	0.86
+4	0.05	0.16	0.96	0.88
+5	0.14	0.49	1.10	0.97
+6	0.15	0.53	1.25	1.07
+7	0.14	0.48	1.39	1.15
+8	-0.28	-1.00	1.10	0.89
+9	-0.34	-1.20	0.76	0.60
+10	0.18	0.64	0.94	0.73
(0, +1)			1.01**	2.53
(-1, 0)			0.51	1.27
(-1, +1)			0.69	1.40
(-2, +2)			0.46	0.72
(-3, +3)			0.29	0.39
サンプルサイズ	31		31	

(注) AR (平均異常収益率) とCAR (累積平均異常収益率) の単位は%である。\*\*\*, \*\*はそれぞれ1%水準, 5%水準で有意であることを意味している。t=0はイベント日 (アナウンスメント日) である。CAR (-1, 0) : イベント日とその前日を含む2日間の累積平均異常収益率, CAR (0, +1) : イベント日とその翌日を含む2日間の累積平均異常収益率, CAR (-1, +1) : イベント日前後3日間の累積平均異常収益率, CAR (-2, +2) : イベント日前後5日間の累積平均異常収益率, CAR (-3, +3) : イベント日前後7日間の累積平均異常収益率。

表4 非財務報告書発行経験のない統合報告書初回発行企業の株価反応

日	AR	t値	CAR	t値
-10	0.36	1.28	0.36	1.28
-9	0.42	1.48	0.78*	1.95
-8	-0.35	-1.23	0.43	0.88
-7	0.68**	2.40	1.11*	1.96
-6	0.11	0.40	1.23*	1.93
-5	-0.63**	-2.25	0.59	0.85
-4	-0.13	-0.47	0.46	0.61
-3	-0.11	-0.39	0.34	0.43
-2	-0.23	-0.80	0.12	0.14
-1	-0.65**	-2.30	-0.54	-0.60
0	-0.49	-1.73	-1.03	-1.09
+1	-0.15	-0.53	-1.18	-1.20
+2	-0.37	-1.32	-1.55	-1.52
+3	-0.82***	-2.91	-2.37**	-2.24
+4	-0.08	-0.27	-2.45**	-2.23
+5	0.26	0.91	-2.19*	-1.93
+6	-0.49	-1.75	-2.69**	-2.30
+7	0.08	0.28	-2.61**	-2.17
+8	1.16***	4.11	-1.45	-1.17
+9	-0.49*	-1.76	-1.94	-1.54
+10	-0.61**	-2.17	-2.56*	-1.97
(0, +1)			-0.64	-1.60
(-1, 0)			-1.14**	-2.85
(-1, +1)			-1.29**	-2.64
(-2, +2)			-1.90***	-2.99
(-3, +3)			-2.83***	-3.77
サンプルサイズ	18		18	

(注) AR (平均異常収益率) とCAR (累積平均異常収益率) の単位は%である。\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意であることを意味している。t=0はイベント日 (アナウンスメント日) である。CAR (-1, 0) : イベント日とその前日を含む2日間の累積平均異常収益率, CAR (0, +1) : イベント日とその翌日を含む2日間の累積平均異常収益率, CAR (-1, +1) : イベント日前後3日間の累積平均異常収益率, CAR (-2, +2) : イベント日前後5日間の累積平均異常収益率, CAR (-3, +3) : イベント日前後7日間の累積平均異常収益率。

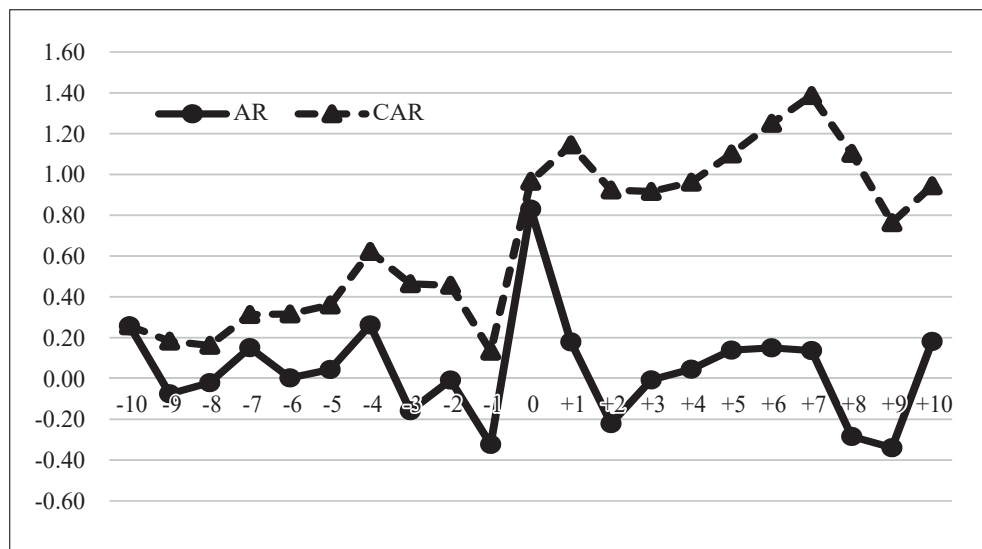


価が大きく上昇している。具体的には、イベント日のAR (0) は0.83%であり、1%水準で有意にゼロと異なっている。また、CAR (0, +1) も1.01%であり、5%水準で有意にゼロと異なっている。これらの実証結果は、統合報告書の発行前に非財務報告書を発行した経験がある企業による統合報告書の初回発行は株式市場にポジティブに評価されていることを示唆している。

続いて、表4を見ると、表3の結果とは対照的であることが指摘できる。イベント日前日 ( $t = -1$ ) のAR (-1) は-0.65%であり、有意にゼロと異なっている (5%水準で有意)。さらに、表4の結果を図示

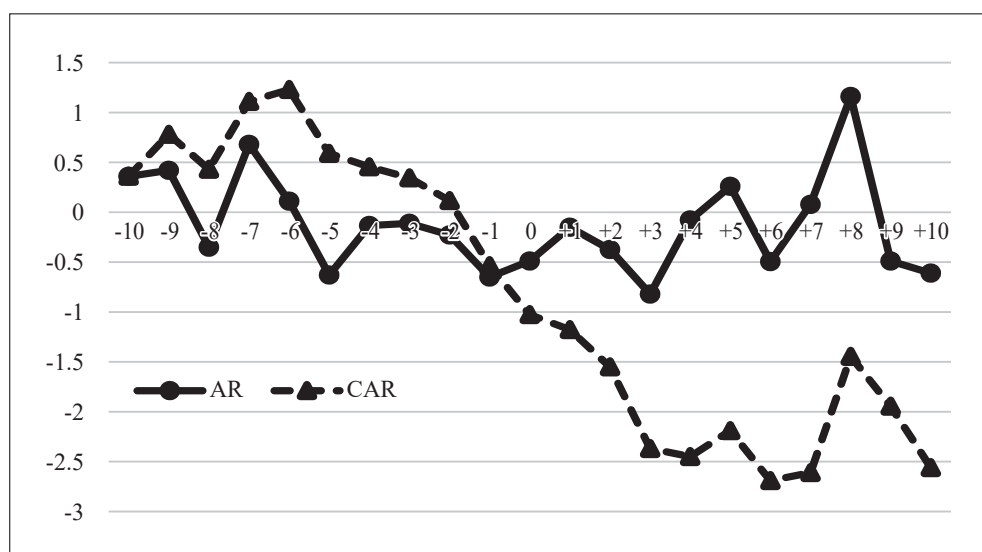
している図2からも明らかなように、特にCARの推移を見ると、イベント日前日 ( $t = -1$ ) からCARは低下し続け、 $t = +3$  (CAR (-10, +3)) では-2.37%となり (5%水準で有意)、 $t = +10$ まで低迷していることが分かる。イベント日前後のCARを見ても、CAR (0, +1) を除いて、全ての期間で有意に負の値となっている。これらの実証結果は、統合報告書の発行前に非財務報告書を発行した経験がない企業による統合報告書の初回発行が株式市場にネガティブに評価されていることを示唆している。

図2 統合報告書初回発行企業の株価反応 (非財務報告書発行経験あり: 31社)



(注) AR (平均異常収益率) と CAR (累積平均異常収益率) の単位は%である。

図3 統合報告書初回発行企業の株価反応 (非財務報告書発行経験なし: 18社)



(注) AR (平均異常収益率) と CAR (累積平均異常収益率) の単位は%である。

## 6. おわりに

本稿では、イベントスタディの手法を利用して、2020年に新規に統合報告書を発行した企業を対象に、統合報告書の初回発行に対する株価反応を実証的に分析した。本稿の発見事項は以下の通りである。第1は、2020年の日本企業における統合報告書の初回発行に対して、株式市場は平均的には反応していないことである。既に指摘したように、近年において日本企業による統合報告書の発行が急増しているが、本稿の分析結果からすると、日本企業が安易に統合報告書を発行したとしても株式市場から必ずしもポジティブに評価されるわけではないことを示唆していると言えよう。

第2は、統合報告書の発行前における非財務報告書の発行経験の有無を考慮すると、非財務報告書の発行経験がある企業による統合報告書の初回発行に対する株価反応は有意に正である一方で、非財務報告書の発行経験がない企業による統合報告書の初回発行に対する株価反応は有意に負であることである。これらの実証結果は、株式市場が統合報告書発行前における企業の非財務報告書の発行経験を評価していることを示唆していると同時に、非財務報告書を継続的かつ積極的に開示する企業が株式市場から好意的に評価される傾向があることを示唆しているように思われる。近年における「統合報告バブル」と呼ばれる状況については、その背景の1つに外部環境が統合報告書の発行を促している点が挙げられるが、統合報告書の発行が玉石混交の状態にあるとすれば、株式市場が過去の非財務報告書の発行を踏まえた評価をしているのかもしれない。非財務情報の継続開示と統合報告への転換が評価されることは、組織の正統性および意思決定有用性を根拠にますます開示情報の充実とトレンドに合致した情報開示が促されることが期待できる。

最後に、本稿の課題について述べる。本稿の分析では単年度のみを対象としているが、先行研究で指摘されているように、年度によって株価反応が異なることも考えられる。本稿の分析結果の頑健性を高めるためにも、分析対象期間を拡張して分析することが重要である。また、先行研究では株価反応（CAR）の決定要因として外部環境や企業特性（ガバナンス特性）が

指摘されているが、サンプルサイズを増やして統合報告書の初回発行に対する株価反応の決定要因を分析する必要もあろう。

## 注

- 1) 日経産業新聞, 2018年8月10日。
- 2) 一般投資家向けの雑誌においても、機関投資家が企業のESGを評価する際に統合報告書を利用しているために、統合報告書を発行していることがESGに対する配慮がある企業と見なせるため、株式投資にあたって統合報告の有無をチェックすることが推奨されている（『日経マネー』, 2021年1月号）。
- 3) European Union (2003), (9) and article 2, (10) -a.
- 4) Eccles and Krzus (2014)
- 5) 52か国における各国の売上高上位100社, 総計5,200社を対象とした調査。
- 6) 2019年度Fortune 500の上位250社を対象とした調査。
- 7) Eccles (2010), pp.10.
- 8) 近年, CSRに関する研究は経済学, 経営学, 会計学など複数の学問分野で活発に行われている。Gillan et al. (2021) はESGやCSRに関するファイナンス分野の研究 (financial economics-based research) を包括的にサーベイしている。
- 9) 榊原・譚 (2016) では, 異常収益率・累積異常収益率の計算にあたってマーケット・モデルとFama and French (1993) の3ファクター・モデルの2つを利用しているが, いずれの結果も極めて類似した結果が報告されている。
- 10) 1,574組織には, 営利企業以外の大学法人, 自治体, 行政機関, 生活協同組合, 独立行政法人・財団法人, 医療法人, 社会福祉法人も含まれている。
- 11) 環境省調査は現在でも実施されているが, 2011年を境にして調査方法を全体調査から標本調査に変更しているため2011年を引用している。
- 12) 2011年においては稀なケースであるが, ひとつの会社で複数の非財務報告書を作成するケースがあるため冊数で示している。
- 13) 榊原・譚 (2016) は, イベント日と同じ日に他の重

要な情報がアナウンスされたケースを除外している。

- 14) 標準的なイベントスタディの手法については、Brown and Warner (1985), MacKinlay (1997), 森田 (2016) が詳しい。
- 15) AR (0) については、正の値が27社 (55%), 負の値が22社 (45%) であった。

## 参考文献

企業価値レポーティング・ラボ, 『国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト2020年版』

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～』 (伊藤レポート最終報告書)

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—』

榊原茂樹・譚鵬 (2016), 「統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応」, 『日本知的資産経営学会誌』, 第2号, pp.43-58.

森田果 (2016), 「証券発行市場での虚偽記載に基づく損害賠償請求訴訟における統計的手法の利用とその限界」, 『東北ローレビュー』, Vol.3, pp.29-47.

Brown, S.J. and J.B. Warner (1985), “Using daily stock returns: The case of event studies,” *Journal of Financial Economics*, Vol.14, Issue 1, pp.3-31.

Eccles, R.G, Krzus, M.P. (2014), “*The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*”, Wiley (北川哲雄監訳 (2015) 『統合報告の実際』 日本経済新聞出版社)

Eccles, R.G, Krzus, M.P. (2010), “*One Report: Integrated reporting for a Sustainable Strategy*”, Wiley (花堂靖仁監訳 (2012) 『ワンレポート—統合報告が開く持続可能な社会と企業—』 東洋経済新報社)

European Federation of Accountants (2000), “*Towards a Generally Accepted Framework For Environmental Reporting*”, working paper

European Union (2003), directive 2003/51/EC of the European parliament and the council, *Official Journal of the European Union*

KPMG (2020), “*The KPMG Survey of Sustainability*

*Reporting 2020*”, KPMG paper

Fama, E.F. and K.R. French (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds,” *Journal of Financial Economics*, vol.33, Issue.1, pp.3-56.

Flammer, C. (2013), “Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors,” *Academy of Management Journal*, Vol.56, No.3, pp.758-781.

Gillan, S.L., A. Koch, and L. T. Starks (2021), “Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.66, 101889.

Jensen, M.C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*,” Vol.76, No.2, pp.323-329.

Krüger, P. (2015), “Corporate Goodness and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, Vol.115, Issue 2, pp.304-329.

MacKinlay, A.C. (1997), “Event Studies in Economics and Finance,” *Journal of Economic Literature*, Vol.35, pp.13-39.

## An Empirical Analysis of the Relationship between Non-Financial Information Disclosure and Corporate Value

— Analysis of Stock Price Reaction to Integrated Reporting by Event Study —

MATSUMOTO, Mamoru OTSUBO, Fumiharu

This study empirically analyzes the stock market reaction to the issuance of integrated reports for 49 companies that issued their first integrated report in 2020. The event study approach is used for analysis. The results of the analysis show that the stock market does not react on average to the first issuance of an integrated report for all companies (49 companies). However, the stock market reaction to companies with experience in issuing non-financial reports (31 companies) is significantly positive, while the stock market reaction of companies without experience in issuing non-financial reports (18 companies) is significantly negative. These empirical results suggest that the stock market evaluates companies' experience in issuing non-financial reports prior to the issuance of integrated reports, and that companies that disclose non-financial reports continuously and proactively tend to be evaluated favorably by the stock market.