【研究論文】

統合報告書と企業価値

― 新型コロナ危機における統合報告書の価値

譚　　鵬

要旨

本稿は，コロナ危機下で日本企業による高品質の統合報告書を通じた情報開示と企業価値の関係を分析した。結果，高品質の統合報告書が不確実性の高い状況下で企業価値を向上させることが判明した。この効果は，リスク情報開示度が高い企業，大企業，非製造業で顕著である一方，それ以外では限定的であることが確認された。これは企業特性に応じたディスクロージャー戦略の差別化の必要性を示唆している。本稿は危機時における高品質の情報開示の重要性を実証し，企業の裁量で作成される統合報告書による情報開示の質的側面の重要性を強調している。これらの知見は，企業のディスクロージャー戦略と投資家の意思決定に重要な示唆を与える。

1　はじめに

新型コロナウイルス感染症（Coronavirus Disease 2019, COVID-19）が2020年初頭に発生し，世界経済に甚大な影響を与え，金融市場の混乱を引き起こした（Baldwin and Mauro, 2020; 譚, 2023; 2024）。この経済的な混乱の中で，企業は情報開示の方法を積極的に見直し，危機下における利害関係者の新たな情報ニーズに応えようとしている（García-Sánchez *et al.*, 2020）。一方，投資家は従来の財務情報に加え，環境，社会，ガバナンス（ESG）などの非財務情報への関心を一層高めており，特にパンデミック対策やリスク情報を重視する傾向が強まっている（OECD, 2021）[1)]。

情報の質は企業価値評価の重要な要素であり，多くの研究が高品質の情報開示を行う企業の評価が高い傾向を示している。特に危機時において，高品質な情報開示が信頼維持に重要な役割を果たすことが強調されている（Albuquerque *et al.*, 2020; García-Sánchez *et al.*, 2020; OECD, 2021; Roberts *et al.*, 2022；譚, 2024）。例えば，サステナビリティ・パフォーマンスが高い企

キーワード：統合報告書（Integrated Report），新型コロナウイルス感染症（Coronavirus Disease 2019, COVID-19），企業価値（Firm Value），情報の質（Quality of Information）

業は，COVID-19による企業価値への負の影響が比較的に小さいことが実証されている（Bose *et al.*, 2022; Phang *et al.*, 2023）。一方で，多くの企業がビジネスの中断や活動停滞に対する対応策の遅れ，およびリスク開示の不足により，ステークホルダーの意思決定を複雑化させている状況も指摘されている（Roberts *et al.*, 2022）。

本稿では，危機時の情報開示ツールとして，企業の全体像を包括的に把握できる「統合報告書」（Integrated Report, IR）に焦点を当てる（García-Sánchez *et al.*, 2020; Denhere and Moloi, 2022）[2)]。IRは，「組織と主要なステークホルダーとの関係性について，その性格及び質に関する洞察を提供すると同時に，組織がステークホルダーの正当なニーズと関心をどのように，どの程度理解し，考慮し，対応しているかについての洞察を提供する」（IIRC, 2021, p.7）ものである。この特性は，特にCOVID-19のような危機時において重要性を増している。

危機時には，環境や社会問題を含むリスク管理に関する高品質の情報開示の重要性が際立つ（OECD, 2021）。さらに，感染症は今後10年間で最も深刻な世界規模のリスクの上位にランクインしており（WEF, 2021），企業を取り巻くリスク環境は依然として厳しい状況にある。このような状況下で，企業の情報開示，特にその質の向上がますます重要となっている。利害関係者は，企業が直面するリスクとその管理方法について，より詳細かつ透明性の高い情報を求めている。これらのニーズに応えるため，高品質の報告書には，単なる数値や事実の列挙を超えて，企業の価値創造プロセスやリスク管理手法についての深い洞察を提供することが期待される。

「IRの主たる目的は，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，保全又は毀損するかを説明することである」（IIRC, 2021, 1.7, p.11）。この指摘から，IRの主な利用者は投資家であると考えられる。そこで本稿では投資家に焦点を当て，COVID-19パンデミック下において，質の高いIRを通じた情報開示が企業価値にどのような影響を及ぼすかを検証する。この分析を通じて，危機時における企業の情報開示の重要性と，投資家の信頼構築に果たす役割について新たな知見を提供することを目指す。

2　先行研究のレビューと仮説の構築

2004年に日本で初めてIRが公表されて以来，その発行数は顕著に増加し，2022年12月末時点で884組織（うち92.6%が上場企業）に達した（企業価値レポーティング・ラボ，2023）。さらに，2022年9月末時点で，東京証券取引所（以下，東証）プライム市場の上場企業の時価総額に占めるIR発行企業の割合は83%に達し，前年から12ポイント上昇している（KPMG, 2023）。これらの事実は，日本経済を牽引する主要企業がIRによる情報開示を重視していることを明確に示している。したがって，IRによる情報開示と企業価値の関係性を研究することは，日本の資本市場における情報開示の実態とその効果を理解する上で極めて重要である。

2.1　IR強制適用の経済効果

IRの経済効果に関する多くの研究は，IRによる情報開示が義務付けられている南アフリカのヨハネスブルグ証券取引所（Johannesburg Securities Exchange, JSE）の上場企業を対象としている。Baboukardos and Rimmel (2016) は，IR強制適用が財務情報の価値関連性を向上させ，IR採用後にESGパフォーマンス・スコアの価値関連性が高まることを示した。Lee and Yeo (2016) は，国際統合報告フレームワーク（International <IR> Framework，以下，IRフレームワーク）への準拠度を基に構築したIRスコアを用いて，IR質の高い企業ほど企業価値（Tobin's Q）が高いことを明らかにした。Zhou *et al.* (2017) も同様のアプローチで，IR質の向上がアナリストの予測誤差の減少と自己資本コストの削減につながることを報告した。

Barth *et al.* (2017) は，第三者評価機関Ernst & Young (EY) の年間IR優秀賞（Annual EY Excellence in Integrated Reporting Award）の評価基準を用いて，IR質の経済的帰結を分析した。結果，IR質の高い企業は株式流動性，期待キャッシュ・フロー，投資効率が高いことを示したが，資本コストとの直接的関連は確認されなかった。Cosma *et al.* (2018) は，2013年度から2016年度までの4年間にEY Excellence in Integrated Reporting Awards，PwC's Building Public Trust 'Excellence in reporting' awards，CSSA Integrated Reporting Awards，およびNkonki Top 100 JSE Listed Companies Integrated Reporting Awardsにノミネートまたは受賞した76社を調査し，株式市場が受賞に肯定的に反応すること，IR質に長期的価値があり，特に非金融企業でこの傾向が顕著であることを明らかにした。

これらの研究は，JSE上場企業におけるIR強制適用が情報開示の質および企業価値を向上させ，株式市場でも好評価を得ていることを示唆している。しかし，グローバルにはIRによる情報開示は主に企業の自主的な取り組みであり，強制適用の効果を任意適用の文脈に適用することには慎重を要する。多くの先行研究は強制適用に焦点を当てている一方で，任意適用に注目した研究は比較的少なく，結果も一貫性を欠いている。

2.2　IR任意適用の経済効果

先行研究によれば，自主的な情報開示が情報の非対称性を低減させることが示されている（Verrecchia, 1983; Leuz and Verrecchia, 2000; Verrecchia, 2001）。また，Merton (1987) は，情報の質が投資対象の評価における重要な基準として機能することを指摘している。これらの知見から，高品質の自主的情報開示が情報の非対称性を緩和し，それによって投資家の意思決定プロセスを改善する可能性が示唆される。さらに，Verrecchia (2001) は，このような高品質の情報開示が資本コストにおける情報の非対称性要因を軽減する上で効果的であると論じている。したがって，高品質のIRが企業価値形成に正の影響を及ぼす可能性があると予測される。

しかし，これらの理論的枠組みと実際の開示状況との間には乖離が存在する可能性がある。Eccles *et al.* (2019) は，日本がIRの自主的な取り組みにおいて世界をリードしていると評価す

る一方で，10カ国を対象としたIRの質に関する調査において，日本がブラジル，米国とともに最下位の評価を受けていることを指摘している。さらに，日本におけるIRの量と質の乖離が大きいことを指摘している。企業価値レポーティング・ラボ（2023）によれば，2022年末時点でIRを発行した884組織のうち，IRフレームワークを準拠したものは66.3%にとどまっている。また，日本IR協議会（2023）の調査では，IR作成企業の半数以上が，IRが幅広いステークホルダーのニーズを満たしているか不明確であるという課題を抱えていることが明らかとなった。

Roberts *et al.* (2022) は，2018年と2019年に世界6地域の489社が発行したIRによるパンデミック・リスク開示を分析した。結果，対象企業の15.5%のみがパンデミック・リスクに関する開示を行い，そのうち約半数がアジア地域の企業であることが明らかになった。しかし，これらの開示の多くが定型的で，具体的なリスクや緩和策に関する記述が不足していた。

これらの事実は，IRの質が必ずしも十分に高くない可能性を示唆している。質の低いIRは，前述の理論が示唆する情報の非対称性の低減や投資家の意思決定プロセスの改善といった潜在的な価値を十分に発揮できない恐れがある。Sriani and Agustia (2020) は，欧州とアジアの企業におけるIR任意適用の影響を調査し，IRフレームワークへの準拠度をIRの質の指標とみなして，IRの質と情報の非対称性の間に有意な関連性がないことを報告した。Landau *et al.* (2020) は，欧州9カ国の上場企業を対象に，IR任意適用が株式市場の評価に負の影響を与えることを示した。ただし，Big4監査法人による保証とGRI（Global Reporting Initiative）ガイドラインへの準拠がこの影響を緩和することも明らかにした。特に注目すべき点として，監査による保証があってもGRIガイドラインに従っていないIRは市場評価が低下することを指摘している。Hsiao *et al.* (2022) は，日本を含む38カ国304社を対象に，IR任意適用がアナリストの予測誤差，予測分散，株主資本コスト，企業価値との間に統計的に有意な相関関係を見出せなかった。

日本では，冨塚（2017）が医薬品業界14社を対象に，IRフレームワークの5つの非財務資本に基づく開示スコアと企業価値（PBR）の関連を検証した。その結果，製造資本を除く4つの非財務資本（知的資本，人的資本，社会・関係資本，自然資本）それぞれの評価スコア，および5つの非財務資本の総合評価スコアが高い企業ほど，企業価値も高い傾向を確認した。

COVID-19パンデミック発生後，危機時におけるIRの経済効果に関する研究が近年増えている。Putri *et al.* (2022) はCOVID-19期間中の東南アジア企業を対象に，IRフレームワークへの準拠度を質の代理指標として使用し，IRが情報の非対称性を有意に減少させる効果があることを確認した。また，譚（2024）は，東証上場企業でIR発行企業がパンデミックによる企業価値の減少を相対的に緩和していることを示した。

先行研究ではIR任意適用の経済効果に関して一貫した結果が得られていないものの，IRの有効性向上には情報の質が重要であることが示唆されている。そこで本稿では，IRの質に着目し，高品質IRが企業価値に与える影響を実証的に分析する。具体的には，以下の仮説を検証する。

仮説：COVID-19下で，IRの質が高く評価された企業は，そうでない企業に比べて，企業価値が高い。

先行研究は，IRの効果が様々な要因によって異なる可能性を示唆している。Roberts *et al.*（2022）は，国や地域，企業規模，リスク情報の開示度によって，パンデミック・リスク情報の開示レベルが異なることを明らかにした。榊原・譚（2015）は，日本企業91社のIR発行のニュースが株価に与える影響を調査し，非製造業でのみIRが株価に持続的に影響を与えることを示した。

これらの研究は，IRの効果がリスク情報開示度，企業規模，産業セクターなどの要因によって異なる可能性を示唆している。したがって，IRによる企業価値への影響を深く理解するには，これらの要因を考慮した多角的な分析が求められる。本稿では，先行研究の知見を踏まえ，特に「リスク情報開示度」，「規模」，「産業」に着目し，これらの要因に基づいてサンプル企業を分類した上で，IRの効果に関するより詳細な分析を展開する。

3　リサーチ・デザイン

3.1　サンプルの選択

本稿では，COVID-19パンデミックの発生前後6年間のデータを用いて，企業価値が顕著な変動を示した時期におけるIRの影響を検証する。具体的には，日本国内でCOVID-19の初感染者が報告された2020年1月上旬を基点として（NIID, 2020），パンデミック前（2017年3月期，2018年3月期，2019年3月期）とパンデミック期（2020年3月期，2021年3月期，2022年3月期）を含む6年間のデータを分析対象とする。データ収集および処理は以下の手順で実施した。

財務データは2017年3月期から2022年3月期まで，株価データは2017年から2022年までの各年6月末時点で，東証全上場企業を対象に収集した。収集されたデータの総数は21,234企業／年（Firm-year）（100%）であり，このうち3月決算ではない企業や連続した財務および株価データの取得が困難な企業を分析から除外した結果，最終的に分析に利用可能なデータは12,360企業／年（58%）となった。各連続変数の上下1%をウィンザライズ（Winsorize）処理し，外れ値の影響を軽減した[3)]。

分析に必要な株価データと財務データは，日本経済新聞社デジタルメディアが提供する「NEEDS-Financial QUEST 2.0」から収集した。

3.2　IRに関する情報収集

IRの質を客観的に評価するため，本稿では先行研究に基づき，第三者評価機関による評価結果を用いる（Barth *et al.*, 2017; Cosma *et al.*, 2018）[4)]。荒木（2022）によれば，日本国内にはIRに特化した評価制度が3つある[5)]。これらの中から本稿のテーマに最も適した評価制度を選定するにあたり，以下の3つの基準を設定した。第一に，IRそのものを評価対象としていること，第二に，IRの主な利用者である投資家の視点を反映していること，第三に，評価の歴史が比較的長く継続性が確保されていることである。これらの基準に基づき検討した結果，世界最大の機関投

資家である年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund, GPIF）による評価結果を活用することが最適であると判断した。

GPIFは2016年から毎年，国内株式の運用を委託している運用機関に対して，「優れた統合報告書」と「改善度が高い統合報告書」の選定を依頼し，評価結果を公表している[6)]。GPIFが選定するIRは，単に「統合報告書」という名称ではなく，国内株式運用機関が判断する「統合思考」に基づく情報開示の充実度とIRフレームワークへの準拠度により，高品質のIRと認定される（GPIF, 2023）。したがって，本稿では，GPIFによる「優れた統合報告書」の表彰を受けたIRを高品質のIRと評価する。さらに，2020年から2023年までに「優れた統合報告書」に選出された企業315社（100%）のうち，前節で述べた財務・株価データとマッチング可能であった121社（38.4%）を，本稿における高品質のIRの提供企業として定義する。

3.3　検証モデル

COVID-19パンデミック下でのIRの経済的効果を調査するために，差分の差分（Difference-In-Differences, DID）モデルを用いる（Lins *et al.*, 2017; Albuquerque *et al.*, 2020; Bose *et al.*, 2022）。

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IRQ_i \times DCOVID_t + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Leverage_{it} + \alpha_5 Year F.E. + \alpha_6 Firm\ F.E. + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式（1）では，Tobin's Qを被説明変数として採用している。Tobin's Qは，（株式時価総額＋総資産簿価－純資産簿価）÷総資産簿価で算出する（Lang and Maffett 2011;Lee and Yeo 2016; Barth *et al.* 2017）[7)]。説明変数IRQ×DCOVIDは，IRの質（IRQ）とCOVID-19パンデミック期間を表すダミー変数（$DCOVID$）の交差項である。IRQは，COVID-19パンデミック期間中にGPIFによって「優れた統合報告書」に選出された企業（処置群）を1，それ以外の企業（対照群）を0とするダミー変数である。$DCOVID$は，COVID-19パンデミック期（2020年3月期，2021年3月期，2022年3月期）を1，それ以前の期間（2017年3月期，2018年3月期，2019年3月期）を0とする時間を表すダミー変数である。DID推定量α_1は，COVID-19危機下におけるIRQが企業価値（Tobin's Q）に与える処置効果を測定しており，これはパンデミック前後における処置群と対照群の企業価値の変化の差を捉えている。

コントロール変数として，収益性（ROA：総資産営業利益率），企業規模（Size：総資産の自然対数値），財務レバレッジ（Leverage：負債比率）といった企業特性を含めている（Lee and Yeo, 2016; Albuquerque *et al.*, 2020; Bose *et al.*, 2022；Phang *et al.*, 2023）。さらに，内生性の問題に対処するため，企業固定効果（Firm F.E.）と年度固定効果（Year F.E.）を考慮した固定効果モデルを採用する（Ghoul *et al.*, 2017; Barth *et al.*, 2017; Lins *et al.*, 2017; Albuquerque *et al.*, 2020; Hsiao *et al.*, 2022; Phang *et al.*, 2023）。

4　実証結果

4.1　基本統計量

表１は分析に使用された主要変数の基本統計量である。

表１　基本統計量

	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
Tobin's Q	0.531	0.220	0.134	0.512	1.758
ROA	0.049	0.060	-0.325	0.046	0.247
Size	10.908	1.785	7.060	10.754	16.023
Leverage	2.236	1.341	1.083	1.835	11.861

4.2　変数間の相関関係

表2に変数間の相関係数を示す。説明変数間の相関係数の値は全て，深刻な多重共線性の問題の発生を疑わせる値（0.800）を下回っているため，変数間に多重共線性が存在する可能性は低いと思われる（Gujarati and Porter, 2009）。

表2　相関係数

	Tobin's Q	IRQ	DCOVID	IRQ×DCOVID	ROA	Size	Leverage
Tobin's Q	1.000	-0.010	-0.040***	-0.005***	-0.252***	-0.132***	0.862***
IRQ	-0.024***	1.000	0.000	0.697***	0.071***	0.344***	0.059***
DCOVID	-0.047***	0.000	1.000	0.167***	-0.095***	0.026***	-0.023**
IRQ×DCOVID	-0.016*	0.697***	0.167***	1.000	0.030***	0.243***	0.043***
ROA	-0.204***	0.057***	-0.105***	0.026***	1.000	0.088***	-0.306***
Size	-0.160***	0.412***	0.027***	0.2940***	0.101***	1.000	0.152***
Leverage	0.648***	0.010	0.001	0.008	-0.286***	0.119***	1.000

（注）1．***，**，*はそれぞれ1％水準，5％水準，10％水準で統計的に有意であることを示す。2．上部の数値はスピアマン（Spearman）相関係数，下部の数値はピアソン（Pearson）相関係数である。

4.3　実証結果の報告

表3の列（1）では，交差項IRQ×DCOVIDのみを用いた式（1）の簡略版が推定されている。ここで，α_1は1％水準で統計的に有意であり（α_1＝0.025；t値＝3.869），コントロール変数を含めた列（2）でも，結果はほぼ同様である（α_1＝0.026；t値＝4.193）。これは，COVID-19パンデミック期に高品質のIRを開示する企業（IRQ＝１）の企業価値（Tobins' Q）が統計的に有意に上昇することを示唆している。

DID分析における重要な「平行トレンド仮定（parallel trends assumption）」が満たされてい

るかを確認するため，追加の分析を行った。具体的に，式（1）に$IRQ \times DCOVID_{t-1}$および$IRQ \times DCOVID_{t-2}$を追加した拡張モデルを推定した。ここで$DCOVID_{t-1}$と$DCOVID_{t-2}$は，それぞれCOVID-19発生1期前と2期前を示すダミー変数である。列（3）の分析結果，$IRQ \times DCOVID_{t-1}$および$IRQ \times DCOVID_{t-2}$の係数は統計的に有意ではない一方で，α_1は列（1）および（2）の結果と整合的である（α_1＝0.025；t値＝2.869）。これらの結果は，DID分析が平行トレンド仮定を満たしていることを示唆しており，結果の頑健性が高いと考えられる。

先行研究では，高品質な非財務情報の開示がCOVID-19危機下での企業価値形成に正の効果を与えることが示されている（Lins *et al.*, 2017; Albuquerque *et al.*, 2020; Bose *et al.*, 2022）。本稿の全データを対象とした分析結果は，これらの先行研究と整合的である。すなわち，COVID-19がもたらした不確実性の高い環境下において，高品質のIRによる情報開示が企業価値を向上させ，投資家の信頼構築に重要な役割を果たしていることを示唆される。

しかしながら，第2節で論じたように，IRを通じたリスク情報の開示度は業種間で異なり，さらにIRの効果は企業規模や産業特性によっても変化する可能性がある。そこで次節では，「リスク情報開示度」，「企業規模」，「産業」を基準として標本を分類し，より詳細な分析を行い，その結果を報告する。

表3　実証結果（1）―全標本対象

Variables	Dependent Variable : Tobin's Q		
	(1)	(2)	(3)
Constant	0.530***	0.884***	0.884***
	(705.111)	(14.819)	(14.826)
IRQ×DCVOID	0.025***	0.026***	0.025***
	(3.869)	(4.193)	(2.869)
IRQ× $DCOVID_{t-1}$			-0.007
			(-0.683)
IRQ× $DCOVID_{t-2}$			0.004
			(0.412)
ROA		0.011	0.011
		(0.497)	(0.495)
Size		-0.042***	-0.042***
		(-7.592)	(-7.599)
Leverage		0.046***	0.046***
		(35.436)	(35.434)
Year F.E.	yes	yes	yes
Firm F.E.	yes	yes	yes
Observations	12,360	12,308	12,308
Adj. R^2	0.864	0.879	0.879

（注）1．***は1％水準で統計的に有意であることを示す。2．カッコ内は t 値を報告している。

5　追加検証の結果

5.1　「リスク情報開示度」による分類の検証結果

Roberts *et al.* (2022)によれば，ヘルスケア（Healthcare），金融（Financials）および情報通信業（Information Technology）の3業種は，他業種に比べて，IRによるパンデミック・リスクの開示度合いが比較的高いとされている。本稿では，Roberts *et al.* (2022) を参考に，証券コード協議会が定めた業種の中分類にしたがって，医薬品，情報・通信業，銀行業，証券・商品先物取引業，保険業，およびその他金融業を「リスク情報開示度」が高い（以下，「開示度高」）業種と定義し，残りの業種を「その他」業種と分類した。この分類を基に，「開示度高」と「その他」の企業群について，IRQの経済的効果を比較した。

表4に示されるように，「開示度高」群（列（1））および「その他」群（列（2））のDID推定量（α_1）は，ともに1％水準で統計的に有意な正の値を示している（「開示度高」群：α_1＝0.078；t値＝3.043；「その他」群：α_1＝0.015；t値＝2.602）である。これらの結果から，表3で示された全サンプルを対象とした分析で観察されたIRQの経済効果が，リスク情報開示度の高低にかかわらず，両群において一貫して確認されることを示唆している。

表4　実証結果（2）―追加検証

	Dependent Variable : Tobin's Q					
分類基準	「リスク情報開示度」による分類		「規模」による分類		「産業」による分類	
	開示度高	その他	大企業	その他	製造業	非製造業
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	1.574***	0.447***	-0.150*	0.973***	-0.056	1.177***
	(9.077)	(7.295)	(-1.773)	(14.388)	(-0.704)	(13.864)
IRQ×DCOVID	0.078***	0.015***	0.015***	0.012	0.006	0.042***
	(3.043)	(2.602)	(4.573)	(0.902)	(1.179)	(3.259)
ROA	0.285***	-0.064***	-0.314***	0.047*	0.008	-0.009
	(3.877)	(-2.957)	(-10.978)	(1.802)	(0.281)	(-0.288)
Size	-0.115***	-0.001	0.044***	-0.052***	0.039***	-0.066***
	(-6.623)	(-0.264)	(6.569)	(-7.909)	(5.396)	(-8.177)
Leverage	0.062***	0.044***	0.055***	0.045***	0.048***	0.046***
	(11.106)	(35.894)	(37.232)	(28.752)	(29.641)	(24.115)
Year F.E.	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Firm F.E.	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Observations	1,617	10,691	3,018	9,290	6,087	6,221
Adj. R^2	0.833	0.898	0.968	0.864	0.923	0.840

(注)　1．***，*はそれぞれ1％水準，10％水準で統計的に有意であることを示す。　2．カッコ内はｔ値を報告している。

5.2　「規模」による分類の検証結果

Roberts *et al.* (2022) によると，リスク情報の開示において企業の規模は重要な役割を果たし，大企業はより多くの情報を開示する傾向にあるとされている。この指摘に基づき，本稿では

規模を基準に，全サンプルを「大企業」群と「その他」群の2つに分類し，各グループにおけるIRQと企業価値との関係を追加で検証した。パンデミックの影響を考慮して，企業の規模はCOVID-19パンデミック発生前の3年間の総資産の平均値の自然対数を基に評価した（Roberts *et al.*, 2022）。この基準により，上位25%の企業を「大企業」群と定義し，残りを「その他」群と分類した。

表4の分析結果によると，「大企業」群（列（3））のDID推定量（α_1）は，1%水準で統計的に有意である（α_1＝0.015；t値＝4.573）。これは，「大企業」群で質の高いIRを開示する企業が，そうでない企業と比較して，パンデミック前後で企業価値の変化が0.015高いことを示している。一方，「その他」群（列（4））のDID推定量（α_1）は統計的に有意ではない（α_1＝0.012；t値＝0.902）。これらの知見は，IRQの企業価値向上効果が主に大企業において顕著であり，規模がIRの効果に影響を与える可能性を示唆している。

5.3　「産業」による分類の検証結果

本稿では，証券コード協議会が定めた業種の大分類に基づき，全サンプルを製造業と非製造業に分類し，追加検証を行った。表4の結果によると，「製造業」（列（5））のDID推定量（α_1）は統計的に有意ではない（α_1＝0.006；t値＝1.179）。一方，「非製造業」（列（6））のDID推定量（α_1）は1%水準で統計的に有意な正の値（α_1＝0.042；t値＝3.259）を示している。この結果は，パンデミック前後において，非製造業で質の高いIRを開示する企業が，そうでない企業に比べて企業価値の変化が0.042高いことを示している。つまり，IRQは非製造業における企業価値の向上に寄与することが示唆されるが，製造業ではIRQと企業価値との間に有意な関連性が見られなかった。

6　頑健性の検証

6.1　ヘックマン2段階推定法による検証

自己選択バイアスに対処するため，本稿では先行研究に基づき，Heckman（1979）の2段階推定法（Hsiao *et al.*, 2022; Phang *et al.*, 2023）を採用し，分析結果の頑健性を検証している。第1段階では，プロビット回帰分析を用いて企業がIRによる情報開示制度を採用する確率を推定する。この分析では，企業規模（総資産の自然対数値），ROE（自己資本当期純利益率），財務レバレッジ（負債純資産比率），および現金保有量（フリーキャッシュ・フローの自然対数値）の影響を考慮し，業種や年度をコントロールしつつ，逆ミルズ比（IMR）を推定する（Sierra-García *et al.*, 2015; Hsiao *et al.*, 2022; Nishitani *et al.*, 2022; 阪, 2015）。第1段階で得られたIMRは，第2段階ではモデル（2）に組み入れ，自己選択バイアスを補正する。IR初回公表までの約3年間の準備期間を考慮し，IMR推定にはIR初回公表年の3年前のデータを使用する（池田, 2013）。

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 IRQ_i + \beta_2 DCOVID_t + \beta_3 IRQ_i \times DCOVID_t + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \beta_7 IMR_{it} + \beta_8 Dyear + \beta_9 Dindustry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

表5の結果によると，全標本を対象とした分析（列（1））において，COVID-19危機時に高品質なIRを開示する企業（処置群）の企業価値が有意に上昇している（β_3＝0.014，t値＝2.007）。この結果は，危機時における高品質なIRを通じた情報開示が企業価値向上の重要な要因であることを裏付けており，本稿の実証結果の頑健性を支持するものである。

表５　実証結果（３）―頑健性の検証①

Dependent Variable : Tobin's Q							
分類基準	全サンプル	「リスク情報開示度」による分類		「規模」による分類		「産業」による分類	
		開示度高	その他	大企業	その他	製造業	非製造業
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	-1.477***	-2.289***	-1.219***	-0.038	-2.496***	-0.950***	-1.737***
	(-17.147)	(-12.033)	(-13.427)	(-0.461)	(-11.704)	(-9.611)	(-13.603)
IRQ	0.005	0.035**	0.004	0.017***	-0.015	0.018***	-0.028***
	(0.874)	(2.216)	(0.659)	(2.780)	(-1.412)	(3.017)	(-3.002)
DCOVID	-0.008*	-0.024	-0.014***	-0.018***	-0.027***	-0.008	-0.045***
	(-1.675)	(-1.488)	(-3.241)	(-2.885)	(-4.541)	(-1.494)	(-6.435)
IRQ×DCOVID	0.014**	0.048**	0.008	0.013*	0.002	0.003	0.026**
	(2.007)	(2.244)	(1.166)	(1.825)	(0.183)	(0.378)	(2.336)
IMR	0.252***	0.387***	0.210***	0.067***	0.378***	0.180***	0.293***
	(22.652)	(15.740)	(17.291)	(5.210)	(14.752)	(12.989)	(17.856)
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Dyear	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Dindustry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Observations	12,311	1,618	10,693	3,020	9,291	6,089	6,222
Adj. R^2	0.544	0.547	0.593	0.730	0.526	0.618	0.470

（注）１．***，**，*はそれぞれ1％水準，5％水準，10％水準で統計的に有意であることを示す。2．カッコ内はWhite(1980)に基づくt値を報告している（Garg, 2017）。

リスク情報開示度に基づく分析では，「開示度高」群（列（2））において，危機時にIRQが企業価値に正の影響を与えることが示された（β_3=0.048，t値=2.244）一方，「その他」群（列（3））ではこの効果は見られなかった（β_3=0.008，t値=1.166）。企業規模に基づく分析においては，「大企業」群（列（4））で危機時にIRQが企業価値の向上に寄与する傾向が観察された（β_3=0.013，t値=1.825）が，「その他」群（列（5））ではこの傾向は確認されなかった（β_3=0.002，t値=0.183）。産業別の分析では，「非製造業」（列（7））において危機時にIRQが企業価値を向上させる効果があることが示唆された（β_3=0.026，t値=2.336）のに対し，「製造業」（列（6））ではこの効果は

統計的に有意ではなかった（β_3=0.003，t値=0.378）。これらの結果は，リスク情報開示度が高い企業，大企業，および非製造業において，危機時におけるIRQの企業価値への正の影響がより顕著であることを示唆している。

6.2　「日経統合報告書アワード」受賞企業を対象とする分析

本稿では，GPIFの委託運用機関による「優れた統合報告書」評価を基準としてきたが，このアプローチには機関投資家の評価と企業価値形成の間に潜在的な関連性が存在する可能性がある。この問題に対処し，研究の頑健性を確保するため，異なる評価主体による選定基準を用いた追加分析を行う。具体的には，「日経統合報告書アワード」受賞企業を対象にモデル（2）の検証を実施する[8)]。この方法により，分析結果の一貫性を確認し，知見の一般化可能性を向上させ，研究結果の頑健性を強化することが期待される。さらに，本稿の実証結果がGPIFの評価基準に限定されず，より広範な文脈においても適用可能であることを示すことができる。

分析対象は，2021年から2023年までの「日経統合報告書アワード」受賞企業135社（100%）のうち，3.1節で紹介した財務および株価データとマッチングできた63社（47%）とし，これらを高品質のIRを提供する企業とみなす。

表6　実証結果（4）―頑健性の検証②

Dependent Variable : Tobin's Q							
分類基準	全サンプル	「リスク情報開示度」による分類		「規模」による分類		「産業」による分類	
		開示度高	その他	大企業	その他	製造業	非製造業
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	-1.544***	-2.295***	-1.267***	-0.652***	-3.724***	-1.043***	-1.744***
	(-18.071)	(-11.209)	(-14.203)	(-7.281)	(-10.908)	(-10.594)	(-13.601)
IRQ	-0.018***	-0.032*	-0.011	-0.003	0.035**	-0.012	-0.035***
	(-2.588)	(-1.665)	(-1.631)	(-0.387)	(2.221)	(-1.559)	(-2.880)
DCOVID	-0.019***	-0.024	-0.007*	-0.015***	-0.025***	-0.011**	-0.025***
	(-4.443)	(-1.464)	(-1.716)	(-2.889)	(-3.229)	(-2.050)	(-3.478)
IRQ×DCOVID	0.015*	0.055**	0.007	0.015*	-0.029	0.000	0.027**
	(1.699)	(2.296)	(0.774)	(1.786)	(-1.454)	(0.020)	(2.064)
IMR	0.259***	0.402***	0.215***	0.135***	0.519***	0.190***	0.294***
	(23.379)	(15.478)	(17.922)	(10.110)	(13.014)	(13.708)	(17.793)
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Dyear	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Dindustry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Observations	12,311	1,618	10,693	6,137	6,174	6,089	6,222
Adj. R^2	0.544	0.546	0.593	0.605	0.521	0.618	0.470

（注）1．***，**，*はそれぞれ1%水準，5%水準，10%水準で統計的に有意であることを示す。2．カッコ内はWhite(1980)に基づくt値を報告している（Garg, 2017）。3．「日経統合報告書アワード」受賞企業数の制約から，本稿では Roberts *et al.*（2022）に基づき企業規模の分類基準を変更した。株式時価総額の自然対数値の中央値を基準とし，上位50%を「大企業」，下位50%を「その他」企業群とした。

表6は「日経統合報告書アワード」に基づくモデル（2）の分析結果を示している。全標本（列（1））において，COVID-19危機時に高品質なIRを開示する企業の企業価値が上昇する傾向が見られた（β_3＝0.015，t値＝1.699）。サブサンプル分析では，「開示度高」群（列（2））で，IRQと企業価値の正の関連性が示された（β_3=0.055，t値=2.296）。同様に，「大企業」群（列（4））でもこの傾向が確認され（β_3=0.015，t値=1.786），非製造業でもこの関連性が堅調であった（β_3=0.027，t値=2.064）[9]。一方，それぞれの比較対象群（リスク情報開示度が低い企業，比較的規模が小さい企業，製造業企業）では，この効果は統計的に有意ではなかった。

これらの結果は表4および表5の分析結果と整合的であり，COVID-19危機時における高品質IRと企業価値の正の関連性を裏付けている。特に，リスク情報開示度が高い企業，大企業，および非製造業においてこの傾向が顕著であることが確認された。

7　おわりに

本稿は，COVID-19パンデミック下におけるIRQと企業価値（Tobin's Q）の関係を分析し，不確実性の高い環境下での企業価値形成に対する高品質なIRの役割と有効性を明らかにした。IRフレームワークが掲げる財務資本提供者への情報質の改善と統合思考の重要性を踏まえ，IRQと企業価値の関連性の検証は重要な研究課題であると位置付けられる。

Lee and Yeo (2016) とBarth *et al.* (2017) は，IR強制適用を行う南アフリカの上場企業を対象に，IRQが企業価値評価に正の影響を与えることを実証した。しかし，任意適用が主流の日本を含む多くの国々では，その影響は不明確である。譚（2024）は日本企業のIR開示が企業価値に正の影響を与えることを示したが，情報開示の質的側面に焦点を当てた研究は少ない。本稿はこの点に着目し，日本企業を対象に，COVID-19危機下におけるIRQの経済的効果を検証した。

本稿では，固定効果モデルとHeckman (1979) の2段階推定法を採用し，自己選択バイアスを考慮した分析を行った。結果，高品質のIRが特に不確実性の高い状況下で企業価値に対して正の影響を与える可能性があることを示唆した。この効果は，リスク情報の開示度が高い企業，大企業，および非製造業セクターで特に顕著であった。一方，リスク情報開示度が低い企業，比較的規模が小さい企業，製造業セクターでは，IRの経済的効果が限定的または不明確であった。これらの知見は，企業特性に応じたIR戦略の差別化の必要性を示唆している。小規模企業や製造業は業界特有のリスクや機会に関する情報開示を強化し，リスク開示度が低い企業は不確実性とリスク管理の透明性を高めるべきである。

本稿の結果は，投資判断の基準が従来の財務情報中心から，IRが提供する将来志向的かつ持続可能な価値創造に関する情報へと移行していることを示唆している。有価証券報告書が過去の実績記録として機能する一方，IRは企業の将来性と持続的価値創造メカニズムを伝達する媒

体として重要性を増している。この変化は，特に不確実性の高い環境下においてIRの質が企業価値評価に有意な影響を与えるという本稿の実証結果によって裏付けられている。この知見は，企業報告の発展と投資家の情報ニーズの変化を反映しており，今後の情報開示実務と学術研究に新たな視点を提供するものである。

注

1）先行研究によれば，2020年4月から8月にかけて日本で公表されたIRやCSRレポートの約80%が，COVID-19の影響を企業と社会の両面で報告しており，7月以降はその割合が90%を超えていた。また，多くの日本企業がIRにおいて，COVID-19関連の影響，リスク，対応策を包括的に記述していたことが明らかになっている（Orange Corporation, 2020；猿田, 2020）。

2）KPMG（2023）の調査によれば，80%を超える企業がIRとサステナビリティ報告書で経営の重要事項を報告している一方，有価証券報告書での報告は43%にとどまっている。さらに，IRは他の報告書と比較して，マテリアルに関連する重要なリスクや機会についてより詳細な情報を提供している。

3）外れ値の処理について，極端な観測値の削除またはWinsorizationが一般的に用いられる（Kothari *et al.*, 2005; Nyitrai and Virág, 2019）。極端値の完全削除は重要な情報の喪失や分析結果へのバイアスを生じさせるリスクがあるため（Kothari *et al.*, 2005; Nyitrai and Virág, 2019），Nyitrai and Virág (2019) は実証研究でWinsorizationを推奨している。Leone *et al.* (2019)の調査によると，近年の会計学分野のトップジャーナルでは，多くの研究ではオリジナルデータの上下1％をWinsorizationまたはtruncationを採用し，影響力のある観測値の影響を緩和している。本稿の調査においても，近年のIRに関する実証研究の多くが類似の手法を採用していることが確認された。したがって，本稿でもWinsorizationの手法を用いる。さらに，Kothari *et al.* (2005)とBrownen-Trinh (2019) の提言に基づき，オリジナルデータによる分析も行い，結果の整合性と頑健性を確認した。

4）先行研究によると，非財務情報の質を評価するアプローチは主に2種類がある。一つは自己構築スコア (self-constructed scores) を用いるアプローチで，Lee and Yeo (2016)，Zhou *et al.* (2017) などが代表的な研究である。もう一つは第三者評価機関によるスコアを利用するアプローチで，Barth *et al.* (2017)，Cosma *et al.* (2018) などが挙げられる。自己構築スコアは，Healy and Palepu (2001) やLee and Yeo (2016) が指摘するように，研究者の主観が採点プロセスに関与するため再現性に乏しい。一方，第三者機関による評価は，この主観性の問題を軽減し，評価の客観性と信頼性を確保できる (Barth *et al.*, 2017)。そのため，本研究では第三者機関によるIRの質の評価を用いる。また，GPIFのような機関は，独立した立場からIR活動を評価し，そのプロセスと成果に幅広い専門知識と評価基準を適用している。このことより，研究におけるIRの質の評価が，研究者の主観性を極力排除し，広く認められた基準に則って行われることを保証する。

5）国内には以下の三つの統合報告書に関する表彰制度が存在する。①GPIFの国内株式運用機関による「優れた統合報告書」および「改善度が高い統合報告書」の選定，②日本経済新聞社主催の「日経統合報告書アワード」，および③一般社団法人WICI（以下，WICI）主催の「統合リポートアウォード」である。

6）GPIFによるIRの評価制度に関する公表情報が限定的であるため，本稿ではGPIFに直接照会を行った。その結果，運用受託機関の契約状況により，毎年の評価機関数が変動していることが判明した。「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」」の公表によると，評価機関

数は2019年の17社が最多，2024年の13社が最小であった。しかし，この変動は小規模であり，評価結果への大きな影響は考えにくい。「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」の選定における評価対象や基準は，各運用機関に一任されていることが明らかになった。ただし，受賞理由や優れた点の詳細な記載から，評価基準を一定程度推測可能である。また，複数の運用機関による評価は統一基準がないものの，IRの主要な読み手である運用機関から高評価を受けた報告書は，現実のニーズに即した優れた報告書として参照する意義がある（荒木, 2022）。

7） Tobin's Qは，企業の市場評価と資産簿価の乖離を定量化する指標として広く認知されている。IIRCが提唱するIRフレームワークでは，組織の価値創造プロセスにおいて，6つの資本（財務，製造，知的，人的，社会・関係，自然）が相互に作用すると定義している（IIRC, 2021, 2C-2.10）。IRの本質的な目的は，組織が短期，中期，長期にわたって価値を創造，維持，または毀損する過程で，これらの資本および外部環境との相互作用を説明することにある（IIRC, 2021, Fundamental Concepts）。しかし，Barth *et al.* (2017)が指摘するように，これらの資本の多く，特に無形資産を代表とする要素は，従来の財務諸表上の資産簿価に十分に反映されていない，あるいは全く反映されていない。したがって，Tobin's Qは財務諸表に十分に反映されない無形の価値要素を評価する上で適切な指標であると考えられる（Lang and Martin, 2011; Barth *et al.*, 2017）。また，質の高いIRは，IRフレームワークに忠実に則り，組織による資本の創造および活用をより包括的に報告することが期待される。この観点から，本稿でBarth *et al.* (2017)の方法論を採用し，Tobin's Qを用いて統合報告書の質（IRQ）と企業価値の関連性を検証する。

8） 日本経済新聞社主催の「日経統合報告書アワード」は，広義のIRに関する日本語のPDF版とWeb版を評価対象としている。二次審査を経て，上位作品に対し，グランプリ，グランプリE（環境）賞，グランプリS（社会）賞，グランプリG（ガバナンス）賞，準グランプリ，優秀賞，新人賞が授与される。審査員は金融機関のファンドマネジャー，アナリスト，学識経験者で構成され，GPIFの機関投資家のみの評価と比較して，より多角的な視点からの総合的評価が可能である。審査基準は毎年一部変更される可能性があるものの，その基本的な枠組みは一定であり，比較的高い透明性と一貫性を有している。ただし，「日経統合報告書アワード」のIR評価は2021年開始されたため，GPIFと比較して歴史が浅く，利用可能なデータが限られている。国内には他にも，WICIが実施する「統合報告リポートアウォード」があるが，2020年開始以来，年間平均受賞企業数が10社以内と少数にとどまっているため，本稿の実証分析対象に含めない。

9） 実証分析の一部で統計的有意性の低下が観察された。Kim and Park (2019) によれば，これはサンプルサイズの減少に伴う統計的検出力の低下に起因する可能性がある。

参考文献

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. and Zhang, C. (2020) “Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash,” *The Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 9, No. 3, pp. 593-621.

Baboukardos, D. and Rimmel, G. (2016) “Value Relevance of Accounting Information under An Integrated Reporting Approach: A Research Note,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 35, No. 4, pp. 437-452.

Baldwin, R. and Mauro, B. W. d. (2020) *Economics in the Time of COVID-19*, Centre for Economic Policy Research (CEPR) Press.

Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L. and Venter, E. R. (2017) “The Economic Consequences Associated

with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects," *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 62, pp. 43-64.

Bose, S., Shams, S., Ali, M. J. and Mihret, D. (2022) "COVID-19 Impact, Sustainability Performance and Firm Value: International Evidence," *Accounting and Finance*, Vol. 62, pp. 597–643.

Brownen-Trinh, R. (2018) "Effects of Winsorization: The Cases of Forecasting Non-GAAP and GAAP Earnings," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 46, pp. 105-135.

Cosma, S., Soana, M. G. and Venturelli, A. (2018) "Does the Market Reward Integrated Report Quality?" *African Journal of Business Management*, Vol. 12, No. 4, pp. 78-91.

Denhere, V. and Moloi, T. (2022) "Integrated Reporting and Covid-19: A Counceptual Reference Disclosure Index for Future Pandemics," *International Journal of Management and Sustainability*, Vol. 11, No. 3, pp. 161-176.

Eccles, R. G., Krzus, M. P. and Solano, C. (2019) "*A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries*," *Social Science Research Network(SSRN)*, https://ssrn.com/abstract=3345590 (Accessed March 21, 2024).

García-Sánchez, I.-M., Raimo, N., Marrone, A. and Vitolla, F. (2020) "How Does Integrated Reporting Change in Light of COVID-19? A Revisiting of the Content of the Integrated Reports," *Sustainability*, Vol.12, pp. 1-11.

Garg, M. (2017) "Value Relevance of Voluntary Internal Control Certification: An Information Asymmetry Perspective," *Australian Journal of Management*, Vol. 42, No. 4, pp. 527-559.

Ghoul, S. E., Guedhami, O. and Kim, Y. (2017) "Country-level Institutions, Firm Value, and the Role of Corporate Social Responsibility Initiatives," *Journal of International Business Studies*, Vol. 48, pp. 360-385.

Gujarati, D. N. and Porter, D. C. (2009) *Basic Econometrics*, McGraw-Hill/Irwin.

Healy, P. M. and Palepu, K. G. (2001) "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 405-440.

Heckman, J. J. (1979) "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, Vol. 47, No. 1, pp. 153-161.

Hsiao, Pei-C. K., Villiers, C. d. and Scott, T. (2022) "Is Voluntary International Integrated Reporting Framework Adoption a Step on the Sustainability Road and does Adoption Matter to Capital Markets?" *Meditari Accountancy Research*, Vol. 30, No. 3, pp. 786-818.

International Integrated Reporting Council (IIRC) (2021) *The International <IR> Framework*（『国際統合＜IR＞フレームワーク』）, https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2021/01/InternationalIntegratedReportingFramework.pdf (Accessed March, 21,2024).

Kim, T. K. and Park, J. H. (2019) "More about the Basic Assumptions of T-test: Normality and Sample Size," *Statistical Round*, Vol. 72, No. 4, pp. 331-335.

Kothari, S. P., Sabino, J. S. and Zach, T. (2005) "Implications of Survival and Data Trimming for Tests of Market Efficiency," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 129-161.

Landau, A., Rochell, J., Klein, C. and Zwergel, B. (2020) "Integrated Reporting of Environmental, Social, and Governance and Financial Data: Does the Market Value Integrated Reports?" *Business*

Strategy and the Environment, Vol. 29, No. 4, pp. 1750-1763.

Lang, M. and Maffett, M. (2011) “Transparency and Liquidity Uncertainty in Crisis Periods,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 52, pp. 101-125.

Lee, Kin-W. and Yeo, G. Hian.-H. (2016) “The Association between Integrated Reporting and Firm Valuation,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 47, pp. 1221–1250.

Leone, A. J., Minutti-Meza, M. and Wasley, C. E. (2019) “Influential Observations and Inference in Accounting Research,” *The Accounting Review*, Vol. 94, No. 6, pp. 337-364.

Leuz, C. and Verrecchia, R. E. (2000) “The Economic Consequences of Increased Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 (Supplement), pp. 91-124.

Lins, K. V., Servaes, H. and Tamayo, A. (2017) “Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis,” *The Journal of Finance*, Vol. 72, No. 4, pp. 1785-1823.

Merton, R. C. (1987) “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information,” *The Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 483-510.

Nishitani, K., Unerman, J. and Kokubu, K. (2021) “Motivations for Voluntary Corporate Adoption of Integrated Reporting: A Novel Context for Comparing Voluntary Disclosure and Legitimacy Theory,” *Journal of Cleaner Production*, Vol. 322, pp. 1-18.

Nyitrai, T. and Virág, M. (2019) “The Effects of Handling Outliers on the Performance of Bankruptcy Prediction Models”, *Socio-Economic Planning Sciences*, Vol. 67, pp. 34-42.

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) (2015) *G20/OECD Principles of Corporate Governance,* OECD Publishing, Paris（OECD（2015）『G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則』）https://doi.org/10.1787/9789264250659-ja (Accessed March 21, 2024).

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) (2021) *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis, Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/efb2013c-en (Accessed March 21, 2024).

Phang, Soon-Y., Adrian, C., Garg, M., Pham, A. V. and Truong, C. (2023) “COVID-19 Pandemic Resilience: An Analysis of Firm Valuation and Disclosure of Sustainability Practices of Listed Firms,” *Managerial Auditing Journal*, Vol. 38, No. 1, pp. 85-128.

Putri, S. E., Noviani, V. and Pulungan, A. H. (2022) *How Integrated Reporting Quality Affects Asymmetry Information during COVID-19? A Study in Southeast Asia*, Proceedings of the 3rd International Conference of Business, Accounting, and Economics (ICBAE), Indonesia, https://eudl.eu/doi/10.4108/eai.10-8-2022.2320885 (Accessed March 21, 2024).

Roberts, R., Jang, D. and Mubako, G. (2022) “Pandemic Risk Disclosure in Integrated Reports: After COVID-19 is Hindsight 2020?” *Accounting and Finance*, Vol. 63, No. 2, pp. 1739-1758.

Sierra-García, L., Zorio-Grima, A. and García-Benau, M. A. (2015) “Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 22, pp. 286-304.

Sriani, D. and Agustia, D. (2020) “Does Voluntary Integrated Reporting Reduce Information Asymmetry? Evidence from Europe and Asia,” *Heliyon*, *Vol. 6, No.* 12, pp. 1-11.

Verrecchia, R. E. (1983) “Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, *Vol. 5*, pp.

179-194.

Verrecchia, R.E. (2001) “Essays on Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.

White, H. (1980) “ A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and A Direct Test for Heteroskedasticity,” *Econometrica*, Vol. 48, pp. 817-838.

World Economic Forum (WEF) (2021) *The Global Risks Report 2022 16th edition*, https://www.weforum.org/publications/the-global-risks-report-2021/ (Accessed June 20, 2024).

Zhou, S., Simnett, R. and Green, W. (2017) “Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?” *Abacus*, Vol. 53, No. 1, pp. 94-132.

荒木裕（2022）「何から始める？統合報告の作り方・使い方―【第2回】国内先進企業の事例に学ぶ」『経理情報』No.1646，50-54頁。

池田公司（2013）「統合報告における信頼性保証のあり方」『現代監査』第23号，50-57頁。

Orange Corporation（2020）「【調査レポート】統合報告書・CSR報告書における新型コロナウイルスに関する報告の動向（2020年上期発行）」 https://www.orange-sha.co.jp/blog/media02/[2022/12/24 10:10:18]（参照日：2024年3月22日）。

企業価値レポーティング・ラボ（2023）「日本の持続的成長を支える統合報告の動向2022」http://cvrl-net.com/contact.htm（参照日：2024年3月22日）。

KPMGサステナブルバリューサービス・ジャパン（KPMG）（2023）「日本の企業報告に関する調査2022」 https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2023/04/sustainable-value-corporate-reporting.html （参照日：2024年3月22日）。

国立感染症研究所（NIID）（2020）「東京都での新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の流行（2020年1－5月）https://www.niid.go.jp/niid/ja/diseases/ka/corona-virus/2019-ncov/2502-idsc/iasr-in/9818-486d01.html（参照日：2024年3月22日）。

阪智香（2015）「統合報告の国際的な研究・開示動向とKPIの提言」『會計』第187巻第1号，97-111頁。

榊原茂樹・譚鵬（2015）「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巻，43-58頁。

猿田晃也（2020）「新型コロナウイルス感染症の影響と統合報告書への記載の考察」『KPMG Insight』第43巻, https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2020/07/annual-report-covid19-20200701.html（参照日：2024年3月22日）。

譚鵬（2023）「新型コロナウイルスパンデミックが企業業績に与える影響」『商学論究』第71巻第1号，155-184頁。

譚鵬（2024）「COVID-19パンデミック下における企業価値と情報開示」『産研論集』第51号，75-85頁。

冨塚嘉一（2017）「非財務資本は企業価値に結びつくか？ ―医薬品企業の統合報告書に基づく実証分析」『企業会計』第69巻第7号，116-122頁。

日本IR協議会（2023）「2023年「IR活動の事態調査」結果まとめ」https://www.jira.or.jp/file/topics_file1_177.pdf（参照日：2024年7月12日）。

＜統合報告書の質の評価に関する情報＞

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）（2023）「GPIF の国内株式運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」」https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20230222_integration_report.pdf（参照日：2024年3月22日）。

日本経済新聞社（2023）「日経統合報告書アワード」https://ps.nikkei.com/nira/index.html（参照日：2024年6月22日）。
The Worl Intellectural Capital/Assets Initiatives (WICI),「WICI統合リポートアウォード表彰」https://wici-global.com/index_ja/（参照日：2024年6月22日）。

＜謝辞＞本論文の改善にあたり，匿名の査読者2名の先生方から大変有益なご指摘とご助言を賜った。また，編集委員長の越智信仁先生には，査読プロセスを通じて多大なるご支援とご指導を頂戴した。ここに深く感謝の意を表す。

譚　鵬（関西学院大学商学部）

（2024年6月8日　採択）