8　おわりに

企業報告は現在，大きな転換期を迎えている。財務報告においては，IFRSの導入により財務情報の質的向上が図られる一方，IRを通じて財務・非財務情報の一体的に開示することへの期待が高まっている。本稿は，日本の上場企業におけるIR任意適用が株主資本コストと負債コストに与える影響を包括的に検証した，国内初の実証研究である。

実証研究の結果，IR導入は株主資本コストを有意に低減する一方で，負債コストには有意な影響を及ぼさないことが明らかになった。時系列分析においても同様に，負債コストへの影響は確認されなかったが，株主資本コストの低減効果はIR導入3年目まで持続する傾向が示唆された。これらの結果は，IR導入が初期段階から株主資本コストの低減に寄与し，その効果が一定期間持続することを示唆している。

さらに，PBR別に行った分析では，負債コストはPBR水準にかかわらず有意な影響は認められなかったが，株主資本コストは高PBR企業と低PBR企業で異なる様相を呈した。高PBR企業では，IR導入初期から株主資本コストの低減効果が見られ，その効果は3年目まで継続する傾向があった。一方，低PBR企業では，IR導入の効果が顕在化するまでに時間を要し，導入3年目に初めて有意な低下が確認された。頑健性検証の結果，PBRが最も低い企業群で株主資本コストの顕著な低下が確認された。以上の分析結果は，IRが企業価値の向上に有効であり，PBR1倍割れという評価低迷に直面する日本の上場企業において，IR導入が株式市場からの評価改善に向けた有力な経営施策となりうることを実証的に示している。

本稿はIR導入の経済的帰結を検証したが，その分析には限界も存在する。残された課題として，本稿では捉えきれなかった開示内容の「質」の分析があげられる。この点は，今後の研究において極めて重要な論点となる。

近年の実証研究は，IRの経済効果が単なる開示の有無以上に，その「質」に強く依存することを示唆している。質の高いIRこそが株主資本コストを有意に引き下げるとの知見は，多くの先行研究で実証されてきた（Zhou *et al.*, 2017; García-Sánchez and Noguera-Gámez 2017; Vitolla *et al.* 2020; Zennaro *et al.* 2024）。とりわけ示唆に富むのは負債コストを巡る発見である。本稿ではIR導入自体は負債コストに影響しないと結論付けたが，Raimo *et al.*（2022）は質の高いIRであれば負債コストの低減にも寄与しうると報告しており，この結果の相違は，厳格な情報要求を持つ債権者の評価を動かす鍵が「質」にあることを強く示唆する。加えて，譚（2024b）による日本の株式市場を対象とした研究は，質の高いIRがコロナ禍という危機下で企業価値の下落を抑制し，企業のレジリエンス向上に貢献しうることを示している。

以上の点を踏まえ，今後の研究が目指すべき方向性は明確である。すなわち，IRの「質」を定量的に測定し，その効果を分析に組み込むことが不可欠となる。その具体的なアプローチを考え

る上で，国内で初めてIRの質の経済効果を実証した譚（2024b）の研究が，重要な出発点となる。この先駆的な研究を発展させ，IRの質が株主資本コストと負債コストのそれぞれに与える影響のメカニズムと，その経済的な重要性を明らかにすることが，今後の重要な研究課題である。

こうした研究の蓄積によってはじめて，IRの経済的機能に関する学術的理解は真に深化し，政策立案に必要なエビデンスを提供するとともに，個別企業の状況に応じた最適な情報開示戦略に関する，具体的かつ実践的な提言へと繋がるであろう。

注

1）IR任意適用の要因は先行研究で見解が分かれるため（Hsiao *et al.*, 2022），本稿では実証研究で確認された一般的な要因を採用した。情報開示の任意適用の経済的効果の検証では，財務的コントロール変数の追加による影響が限定的である（Guidry and Patten, 2012）。また変数の過剰投入はPSMによるマッチング企業数の減少を招き，実証結果に影響を与える可能性もある（Hsiao *et al.*, 2022）。

2）会計研究ではキャリパー幅に0.1, 0.03, 0.01等を用いられた研究も見られる（Shipman *et al.*, 2017）。ただし，狭い設定はマッチング精度を高める一方でサンプルサイズを減少させる。一方，Rosenbaum and Rubin（1985）と岩崎（2015）はキャリパー幅を傾向スコア標準偏差の0.20〜0.25倍を推奨しており，0.20でバイアスが最小化されるという報告もある（Austin, 2011）。また，本稿では会計研究で一般的な1:1マッチング（Shipman *et al.*, 2017）と岩崎（2015）推奨の非復元マッチングを組み合わせた。

3）傾向スコアの推定モデル（式（1））によるIR発行と非発行企業の識別精度をROC（Receiver Operating Characteristic）曲線で検証した（Gow and Ding, 2025）。PSM分析の結果，ROC値は0.900超となり，許容基準0.700を大幅に上回り，モデルの優れた識別力が確認された（Hosmer *et al.*, 2013）。

4）Bertrand *et al.* (2004)は，DID分析を用いた研究の7割以上が5期以上のデータを使用していることを示している。また，IRの経済効果に関する実証研究において，譚・榊原（2019）はIR導入前後各3年間（計6年間）のデータを分析対象として採用している。これらの先行研究の知見に基づき，本稿においてもIR導入前後各3年間（計6年間）を分析期間として設定する。この期間設定は以下の2つの利点を有する。第一に，政策導入の効果を適切に識別するために必要十分な観測期間を確保できることである。第二に，導入前後の時系列的バランスを保持することで，外部環境の変化等による交絡要因の影響を統制しやすくなることである。

5）CAPMは企業，アナリスト，市場関係者に広く普及し，株主資本コスト算定の標準的手法として定着している（Perold, 2004; Brotherson *et al.*, 2013；Koller *et al.*, 2025; 日本証券アナリスト協会, 2020）。本稿でも代替アプローチとしてインプライド資本コストの利用を検討したが，田中他（2023）が指摘するように，多くのサンプルが除外される問題が生じ，分析の信頼性が損なわれる懸念があったため，本稿では先行研究に依拠し，CAPMを採用した（Zaro *et al.*, 2022; 譚, 2025）。

参考文献

Ahmed, M.M.A. and Hassan, D.K.A.S.A (2025) “Integrated Reporting in Accounting Research from 2013 to 2022: A Systematic Literature Review and Future Research Directions,” *Meditari Accountancy Research*, Vol. 33, No. 2, pp. 1-39.

Armstrong, C., Kepler, J.D., Samuels, D. and Taylor, D. (2022) “Causality Redux: The Evolution of Empirical Methods in Accounting Research and the Growth of Quasi-experiments,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 74, No. 2-3, pp. 1-40.

Asadi, M., Mansourfar, G., Homayoun, S. and Didar, H. (2024) “Do Mandatory and Voluntary Adoption of Integrated and Sustainability Reporting Influence Value Creation?” *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol. 21, No.3, pp. 474-505.

Austin, P.C. (2011) “An Introduction to Propensity Score Methods for Reducing the Effects of Confounding in Observational Studies,” *Multivariate Behavioral Research*, Vol. 46, No. 3, pp. 399-424.

Ball, R., Robin, A. and Sadka, G. (2008) “Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 13, No. 2-3, pp. 168-205.

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.

Bertrand, M., Duflo, E. and Mullainathan, S. (2004) “How Much Should We Trust Differences-in-Differences Estimates?” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1, pp. 249-275.

Black, B.S., Desai, H., Litvak, K., Yoo, W. and Yu, J. (2019) “Pre-Analysis Plan for The REG SHO Reanalysis Project,” http://ssrn.com/abstract=3415529 (Accessed 15, March, 2025).

Botosan, C.A. (1997) “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital,” *The Accounting Review*, Vol. 72, pp. 323-349.

Brealey, R., Myers, S. and Allen, F. (2020) *Principles of Corporate Finance 13 edition*, McGraw Hill Higher Education.

Brotherson, W.T., Eades, K.M., Harris, R.S. and Higgins, R.C. (2013) “"Best Practices" in Estimating the Cost of Capital: An Update,” *Journal of Applied Finance*, Vol. 23, No. 1, pp. 15-23.

Carvalho, N. and Murcia, F.D.R. (2016) “The Relationship Between Integrated Reporting and Cost of Capital,” Mio, C. (Ed.) (2016) *Integrated Reporting-A New Accounting Disclosure*, pp. 253-268, Palgrave macmillan.

Castelo, D.X. de A.V., Nossa, V., Fábio M. da C. and Danilo S. M-M. (2021) “Voluntary Disclosure of Integrated Reporting and Cost of Capital in Brazil: An Alternative Explanation,” *New Challenges in Accounting and Finance*, Vol. 6, pp. 1-15.

Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N. and Romi, A. (2014) “The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities,” *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 25, No. 1, pp. 90-119.

Easley, D. and O’hara, M. (2004) “Imformation and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, pp. 1553-1583.

Eccles, R. G. and Krzus, M. P. (2010) *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*, John Wiley & Sons, Inc.（花堂靖仁監訳・ワンレポート日本語版委員会訳（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。）

Florou, A. and Kosi, U. (2015) “Doses Mandatory IFRS Adoption Facilitate Debt Financing?” *Review*

of Accounting Studies, Vol. 20, pp. 1407-1456.

García-Sánchez, I.-M. and Noguera-Gámez, L. (2017) “Integrated Information and the Cost of Capital,” *International Business Review*, Vol. 26, No. 5, pp. 959-975.

Gerwanski, J. (2020) “Does It Pay Off? Integrated Reporting and Cost of Debt: European Evidence,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27, pp. 2299–2319.

Gow, I.D. and Ding, T. (2025) *Empirical Research in Accounting: Tools and Methods*, CRC Press.

Grassmann, M., Fuhrmann, S. and Guenther, T.W. (2019) “Drivers of the Disclosed “Connectivity of the Capitals”: Evidence from Integrated Reports,” *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 10, No. 5, pp. 877-908.

Guidry, R.P. and Patten, D.M. (2012) “Voluntary Disclosure Theory and Financial Control Variables: An Assessment of Recent Environmental Disclosure Research,” *Accounting Forum*, Vol. 36, pp.81-90.

Gujarati, D.N. and Porter, D.C. (2009) *Basic Econometrics*, 5th ed., McGraw-Hill/Irwin.

Hail, L. (2002) “The Impact of Voluntarily Corporate Disclosure on the Ex-ante Cost of Capital for Swiss Firms,” *European Accounting Review*, Vol. 11, No. 4, pp. 741-743.

Hosmer Jr., D.W., Lemeshow, S. and Sturdivant, R.X. (2013) *Applied Logistic Regression*, 3rd ed., John Wiley & Sons, Inc.

Hsiao, P.-C.K., de Villiers, C. 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 Committee (IIRC) (2011) *Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*, https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf, (Accessed 15, March, 2025).

International Integrated Reporting Council (IIRC) (2018) *Breaking Through: IIRC Integrated Report 2017*, https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2018/09/IIRC_IR_2017-2018-09-03.pdf (Accessed 15, March, 2025).

International Integrated Reporting Council (IIRC) (2021) *International <IR> Framework*, The International Integrated Reporting Council.

Isabel-María, G.-S. and Ligia, N.-G. (2017) “Integrated Information and the Cost of Capital,” *International Business Review*, Vol. 26, pp. 959–975.

Jongh, P.J. de, Jongh, E. de, Pienaar, M., Oberholzer, M., Gordon-Grant, H. and Santana, L. (2015) “The Impact of Pre-selected Variance Inflation Factor Thresholds on the Stability and Predictive Power of Logistic Regression Models in Credit Scoring,” *ORiON*, Vol. 31, No. 1, pp. 17-37.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. and McKinsey & Company Inc. (2025), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (8editon)*, Wiley.

Lai, A., Melloni, G. and Stacchezzini, R. (2018) “Integrated Reporting and Narrative Accountability: the Role of Preparers,” *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 31, No. 5, pp. 1381–1405.

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

Miah, M.S., Islam, M.A. and Amir, M.K.B. (2023) “Do Financing Institutions Consider Operating Performance in Estimating Cost of Debt?” *Future Business Journal*, Vol. 9, pp. 1-11.

Mio, C. (Ed.) (2016) *Integrated Reporting-A New Accounting Disclosure*, Palgrave macmillan.

Muttakin, M.B., Mihret, D., Lemma, T.T. and Khan, A. (2020) “Integrated Reporting, Financial Reporting Quality and Cost of Debt,” *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 28, No. 3, pp. 517-534.

Perold, A.F. (2004) “The Capital Asset Pricing Model,” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 3, pp. 3-24.

Pirgaip, B. and Rizvi’c L. (2023) “The Impact of Integrated Reporting on the Cost of Capital: Evidence from an Emerging Market,” *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 16, pp. 1-20.

Raimo, N., Caragnano, A., Mariani, M. and Vitolla, F. (2022) “Integrated Reporting Quality and Cost of Debt Financing,” *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 23, No. 1, pp. 122-138.

Rosenbaum, P.R. and Rubin, D.B. (1983) “The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects,” *Biometrika*, Vol. 70, No. 1, pp. 41-55.

Salvi, A., Vitolla, F., Giakoumelou, A., Raimo, N. and Rubino, M. (2020) “Intellectual Capital Disclosure in Integrated Reports: The Effect on Firm Value,” *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 160, No.2, pp. 1-8.

Shipman, J.E., Swanquist, Q.T. and Whited, R.L. (2017) “Propensity Score Matching in Accounting Research,” *The Accounting Review*, Vol. 92, No. 1, pp. 213-244.

Vitolla, F., Raimo, N., Rubino, M. and Garzoni, A. (2020) “The Determinants of Integrated Reporting Quality in Financial Institutions,” *Corporate Governance*, Vol. 20, No. 3, pp. 429-444.

Zaro, E., Flores, E., Fasan, M., Murcia, F.D.-R. and Zaro, C.S. (2022) “Voluntary Adoption of Integrated Reporting, Effective Legal System and the Cost of Equity,” *Corporate Governance*, Vol. 22, No. 6, pp. 1197-1121.

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

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巻, 50-57頁。

岩崎学（2015）『統計的因果推論』朝倉書店。

企業価値レポーティング・ラボ（2021）『国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト2020年版』https://cvrl-jp.com/archive/index.html（参照日：2025年3月15日）。

企業価値レポーティング・ラボ（2025）『国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト2024年版』https://www.edge-intl.co.jp/wp-content/uploads/2025/02/list2024_J.pdf（参照日：2025年7月15日）。

企業活力研究所（2018）「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書～多様なステークホルダーとのより良い関係構築に向けて～」https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/csrreports30report.pdf（参照日：2025年7月10日）。

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』第37巻, 第2号, 149-167頁。

経済産業省（2022）「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX研究会）」https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/sustainable_sx/index.html（参照日：2025年7月10日）。

経済産業省（2024）「第1-A/B回 企業情報開示のあり方に関する懇談会－日本の企業情報開示の特徴と課題」https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/corporate_information/pdf/001_b_04_00.pdf（参照日：2025年3月15日）。
阪智香（2015）「統合報告の国際的な研究・開示動向とKPIの提言」『會計』第187巻第1号, 97-111頁。
田中優希・石野亜耶・中尾悠利子（2023）「AIによるESG評価モデルと資本コスト」中尾悠利子・石野亜耶・國部克彦『AIによるESG評価―モデル構築と情報開示分析』同文舘出版，81-96頁。
譚鵬・榊原茂樹（2019）「統合報告は会計情報の価値関連性を高めたか？」『経営情報学部論集』第33巻，第1・2号，13-26頁。
譚鵬（2023）「IFRS任意適用が負債による資金調達に与える影響」『国際会計研究学会年報』第53号，15-31頁。
譚鵬（2024a）「日本におけるIFRS任意適用と負債コスト」『會計』第105巻，第3号，268-281頁。
譚鵬（2024b）「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」『社会関連会計研究』第36号，1-19頁。
譚鵬（2025）「IFRS，資本コストと企業価値」『商学論究』第72巻，第4号，1-41頁。
東京証券取引所（東証）（2024）「資本コストや株価を意識した経営の 実現に向けた対応について」https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html（参照日：2025年3月15日）。
日本証券アナリスト協会（2020）「「資本コストと企業価値向上」に関するアンケート調査結果 （2020年３月実施）」『証券アナリストジャーナル』 第58巻，第8号, 84-91頁。
長谷部賢（2022）「マテリアリティの開示が株式資本コストに及ぼす影響について」DBJ Research Center on Global Warming Discussion Paper Series No. 67, https://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_RCGW_DP67.pdf（参照日：2025年3月15日）。
林順一（2018）「ESG投資の対象となる日本企業の属性分析」『日本経営倫理学会誌』 第25号, 19-33頁。

＜謝辞＞本稿の改善にあたり，二名の匿名の査読者より，数多くの有益なご指摘と建設的なご助言をいただいた。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。ここに記して，深く感謝の意を表する。

譚　鵬（関西学院大学商学部）

（2025年6月5日　採択）