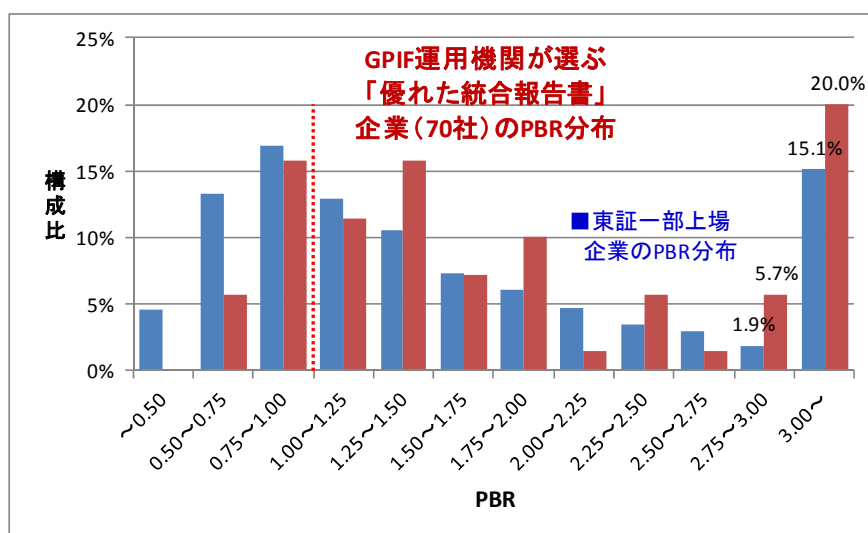


### 優れた統合報告書企業の価値創造度

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は国内株式の運用を委託している16機関に対して、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」の選定をそれぞれ最大10社以内で依頼した。その結果、前者について延べ70社、後者について延べ68社が選定された\*1)。統合報告書を作成し運用機関から優れていると評価される企業は、投資家を強く意識し、企業価値向上に努力している可能性が高いと推測できよう。そこで、優れた統合報告書企業が、一般の企業と比べて企業価値創造度が高いかを確認してみた。

図表1は優れた統合報告書企業70社と東証一部上場2,060社についてPBRの分布を比較したものである。横軸にとったPBRの値はNEEDS Financial Questデータベースから2017年1月から12月まで取得した「月間平均PBR」を年間平均したものだ。優れた統合報告書企業の分布が全体的にPBRの大きいほうにずれており、特にPBR<1.0の領域の減少が大きいことがみて取れよう。

図表1 「優れた統合報告書」企業と東証一部企業との価値創造度合い比較



図表2に示すように、PBRの平均値は東証一部上場企業の2.03に対して優れた統合報告書企業は2.00と劣後しているが、図表1のようにファットテールの分布については、平均値より中央値の方が比較指標として適切であるとの意見もある。中央値では東証一部上場企業の1.29に対して1.61と優れた統合報告書企業の方が高かった。

図表2 資本コスト記述の有無と価値創造度合い

	統計			PBR分布(水準別企業数)			
	企業数	平均値	中央値	~1.0	1.0~2.0	2.0~3.0	3.0~
a) 東証一部上場全社	2060	2.03	1.29	34.8%	36.9%	13.1%	15.1%
b) 70社換算の企業数	70	--	--	24	26	9	11
c) 優れた統合報告書企業	70	2.00	1.61	15	31	10	14
d) 内、資本コスト記述なし	43	1.96	1.48	10	20	5	8
e) 内、資本コスト記述あり	27	2.08	1.72	5	11	5	6

これらの統計分析の結果からは、統合報告書が優れていることが、必ずしも企業価値創造度合いと高い相関があるわけではないことが分かっていこう。弱い関係はあるが強い関係とはいえないということのようだ。

別紙の資料で説明した通り、「企業価値の創造＝長期的な税引き後事業利益が資本コストを上回ると投資家が評価すること」であった。したがって、企業が財務戦略の中で、この原理に沿った投資行動を行っているか、あるいはこの原理を意識しているかが、企業価値創造に強く関係づけられるはずである。そこで、70社の統合報告書の中に「資本コスト」という単語があるか否かで企業を分類し、各グループのPBR分布および平均値と中央値を比較してみたのが図表2のd行とe行である。資本コスト記述あり企業は平均値でも中央値でも資本コスト記述なし企業を上回っていた。この差は期待していたよりも小さいが、資本コストという単語があっても、お題目だけで実際の企業行動に反映されていない可能性もあるため、現時点においては、この程度の差にしかならないのかもしれない。とはいえ、企業価値創造の原理が日本の株式市場でもある程度働いているように思える結果であった。

資本コスト記述あり企業は27社であったが、多くは統合報告書の中の1、2行の文章中での使用にすぎなかった。しかし、CFOが価値創造の原理に沿ったかたちで財務戦略を語る企業もいくつかあり、多くの日本企業がこのような明確かつ理論的な財務戦略の下で行動するようになれば、スチュワードシップコードとコーポレートガバナンスコードが目指す「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」がより達成されることになるのではないだろうか。

以上

-----  
\*1)年金積立金管理運用独立行政法人、「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」、2018年1月19日