

【研究論文】統合報告における価値創造ストーリー開示の有効性

—価値創造モデルの有無と開示量に着目した探索的分析—

福田 徹

日本大学大学院総合社会情報研究科後期課程/(株)福田総合研究所

The Effectiveness of Value Creation Story Disclosure in Integrated Reporting

—An Exploratory Analysis Focusing on the Presence of Value Creation Models and the Extent of Disclosure—

FUKUDA Toru

Graduate Student at the Graduate School of Social and Cultural Studies, Nihon University
Fukuda Research Institute

This study explores the effectiveness of value creation story disclosure in integrated reporting by focusing on two key dimensions: the presence of value creation models and the extent of narrative disclosure. Using a sample of 15 large-cap companies listed on the Tokyo Stock Exchange Prime Market, the analysis examines whether these disclosure characteristics are associated with corporate value, proxied by Tobin's Q.

The results show that firms presenting explicit value creation models do not necessarily exhibit higher corporate value. In contrast, some firms without such models provide extensive narrative disclosures and demonstrate relatively high market valuations. This suggests that visualized models and narrative explanations may function as alternative, rather than complementary, disclosure strategies.

Overall, the findings indicate that the effectiveness of value creation story disclosure cannot be assessed solely by the presence of formal models, highlighting the importance of narrative-based communication in integrated reporting.

1. はじめに

統合報告書（Integrated Report）は、財務情報と非財務情報を統合的に開示し、企業がどのように中長期的な価値を創造していくのかを、投資家をはじめとするステークホルダーに伝えることを目的とする報告媒体である。国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council : IIRC）が公表した国際統合報告フレームワーク（2013年、2021年改訂）においては、「価値創造ストーリー（value creation story）」が報告の中核要素として位置づけられ、企業は複数

の資本をどのように活用し、事業活動を通じて価値を創出・蓄積していくのかを一貫した物語として説明することが求められている。

このフレームワークでは、価値創造を投入資本、事業活動、アウトカムの相互関係として示すことが重視されており、その結果として、多くの企業が価値創造プロセスを図表によって整理・可視化する表現を採用していると考えられる。さらに、わが国においても「価値協創ガイドライン」等の関連ガイドラインにおいて、企業がどのように価値を創出している

のかを分かりやすく示すことの重要性が繰り返し強調してきた。こうした国際的・国内的なガイダンスの影響を受け、「価値創造モデル」や「価値創造プロセス図」を明示的に掲載する企業が増加していると推察される。

しかしながら、日本企業の統合報告書を俯瞰すると、「価値創造モデル」や「価値創造ストーリー」といった概念は広く普及している一方で、その開示内容には大きなばらつきが存在する。具体的には、価値創造プロセスを図表によって明示的に示している企業がある一方で、文章による理念的説明にとどまる企業も少なくない。また、価値創造ストーリーとして割かれている説明量についても、企業間で顕著な差が見られる。

こうした開示の違いが、投資家による企業理解や市場における評価とどのように関係しているのかについては、必ずしも十分な実証的検討が行われてきたとは言い難い。既存研究の多くは、統合報告書の発行有無やESGスコアと企業価値との関係を分析対象としており、統合報告書の「中身」、とりわけ価値創造ストーリーの開示特性に焦点を当てた研究は限定的である。

そこで本研究では、統合報告書における価値創造ストーリー開示の特徴に着目し、とくに①価値創造モデル図の有無という「可視化」の側面と、②価値創造ストーリーの説明量という「情報量」の側面が、企業価値指標とどのような関係を示すのかについて、探索的に分析を行うことを目的とする。本研究は仮説検証を目的とするものではなく、日本企業の統合報告書を対象として、価値創造ストーリー開示の現状とその傾向を把握するための基礎的分析として位置づけられる。本研究は、こうしたガイダンスに基づく形式的な普及と、実際の開示内容の多様性との間に生じている差異に着目する点に特徴がある。

2. 研究方法

2.1 分析対象とサンプル

本研究の分析対象は、東京証券取引所プライム市場に上場する企業のうち、時価総額上位企業を抽出した15社である。分析にあたっては、各社が公表している直近の統合報告書を用い、原則として2025年

中に公表された統合報告書を対象とした。



図1 価値創造モデル図のサンプル（富士通 統合レポート2025より）

ただし、一部においては、分析時点において2025年度版の統合報告書が未公表であったため、直近に公表されている2024年度版の統合報告書を用いた。また、分析対象企業の中には、統合報告書を発行していない企業が1社含まれている。当該企業については、企業ウェブサイト等も含めて価値創造ストーリーに相当する記述が確認できなかったため、価値創造ストーリーの説明量（文字数）については0として扱った。

サンプル選定にあたっては、価値創造モデル図の有無が一方に偏らないよう配慮するとともに、統合報告書未発行企業を含めた場合の開示実態の差異も把握することを目的とした。

2.2 価値創造モデル図の定義と判定基準

本研究において「価値創造モデル図」とは、企業が投入する資本、事業活動（ビジネスモデル）、および成果・アウトカムとの関係を、「投入資本—事業活動—アウトカム」という価値創造プロセスの構造として、単一の図表によって明示的かつ一体的に示したものと指す。単なる事業説明図や組織図、あるいは個別要素のみを示した図表は含めず、価値創造プロセス全体を俯瞰できる図が掲載されている場合に限り、価値創造モデル図が「存在する」と判定した。

このような判定基準を設定した背景には、国際統合報告フレームワーク（IIRC）が想定する価値創造プロセスが、投入資本、事業活動、アウトカムの相

互関係として説明される点にある。一方で、日本企業の統合報告書においては、これらの要素が必ずしも単一の図表として整理されているとは限らず、複数の章や説明形式に分散して記述されているケースも少なくない。

その代表的な事例として、トヨタ自動車の統合報告書が挙げられる。同社の統合報告書では、IIRC が想定する価値創造プロセスに対応する要素が、「価値創造のストーリー」や「価値創造を支える経営基盤」など、複数の章に分散して記述されている。また、価値創造に関する記述や関連図表は確認できるものの、投入資本、事業活動、アウトカムの関係性を一体として示す単一の価値創造プロセス図は明示されていない。

とくに注目されるのは、時価総額が最大規模にあるトヨタ自動車において、価値創造モデル図を用いた単一の図式的整理は確認されない一方で、事業活動、戦略、将来展望を含む価値創造ストーリーが、文章によって詳細に展開されている点である。このことは、成熟企業においては、図表による単純化よりも、継続的なナラティブの積み重ねによって価値創造を説明する方が、投資家との対話において有効であるとの認識が存在する可能性を示唆している。

以上を踏まえ、本研究では、企業が統合報告書等において、価値創造の構造を「投入資本—事業活動—アウトカム」の関係として、単一の図表により明示的に提示しているか否かを基準として、価値創造モデル図の有無を判定した。この判定に基づき、価値創造モデル図を掲載している企業を 1、掲載していない企業を 0 とするダミー変数 (ModelDummy) を設定した。トヨタ自動車については、価値創造に関する記述や関連図表は確認できるものの、上記の関係性を一体的に示す価値創造モデル図は確認されなかつたため、「価値創造モデル図なし」に分類した。

2.3 価値創造ストーリーの開示量

価値創造ストーリーの開示量については、統合報告書における「価値創造ストーリー」「価値創造プロセス」等、本文に記載された文章の文字数を用いて測定した。各社の統合報告書 (PDF 形式) から該当部分のテキストを抽出し、見出しおよび図表内の文

字を含めた文字数を、開示量指標 (StoryLength) とした。

2.4 企業価値指標および分析方法

企業価値指標としては、企業の市場評価を表す指標として Tobin's Q¹を用いた。ただし、厳密な Tobin's Q の算定が困難であることから、本研究では先行研究に倣い、企業の時価総額を簿価総資産で除した値を Tobin's Q の近似値 (TobinsQ_proxy) として用いた。時価総額は 2025 年 11 月末終値ベース、総資産は直近有価証券報告書に基づく。

分析方法としては、まず価値創造モデル図の有無別に企業価値指標および開示量の平均値を比較し、次に価値創造ストーリーの開示量と企業価値指標との関係について相関的に確認した。これらの分析は、限定的なサンプルに基づく探索的分析であり、統計的因果関係の特定を目的とするものではない。図 1 は、本研究における分析枠組みを示したものである。

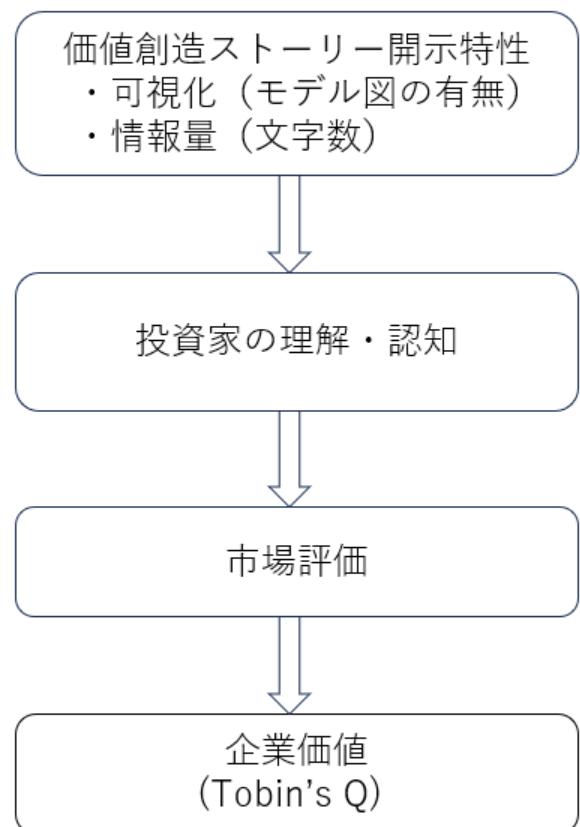


図 2 価値創造ストーリー開示と企業価値の関係
(出所) 筆者作成²

3. 分析結果

3.1 記述統計の概要

本研究では、2025年および2024年度に統合報告書を公表した東証プライム上場企業15社を分析対象とした。表2に分析対象企業の概要を示す。

このうち、統合報告書において価値創造モデル図を掲載している企業は8社、掲載していない企業は7社であった。

価値創造ストーリーの開示量（StoryLength）については、企業間で大きなばらつきが確認された。モデル図を掲載している企業群における平均文字数は10,939字であったのに対し、モデル図を掲載していない企業群では20,718字と、後者の方の開示量が多い傾向が見られた。

企業価値指標として用いたTobin's Q（近似値）についても企業間で分布の差が確認され、全体としてばらつきの大きい結果となった。

表2 サンプル概要および記述統計³

項目	値
サンプル数	15社
対象企業	東証上場企業時価総額上位15社
モデル図あり	8社
モデル図なし	7社

(出所)筆者作成

3.2 価値創造モデル図の有無と企業価値

価値創造モデル図の有無別の平均値比較結果を表3に示した。価値創造モデル図の有無別にTobin's Qの平均値を比較した結果、モデル図を掲載している企業の平均Tobin's Qは2.21であったのに対し、モデル図を掲載していない企業の平均値は4.29となつた。

この結果から、少なくとも本研究のサンプルにおいては、価値創造モデル図を掲載していない企業の方が、相対的に高い企業価値指標を示す傾向が観察された。すなわち、価値創造モデル図の掲載そのものが、企業価値の高さと単純に正の関係を持つとは言い切れない結果となつた。

3.3 価値創造ストーリーの開示量と企業価値

次に、価値創造ストーリーの開示量と企業価値との関係について確認した。モデル図を掲載していない企業群では、価値創造ストーリーの文字数が相対的に多く、かつTobin's Qが高い企業が含まれていることが確認された。

一方で、モデル図を掲載している企業群では、価値創造ストーリーの開示量が比較的抑えられている傾向が見られた。これらの結果は、価値創造ストーリーの開示において、「図による構造化」と「文章による詳細説明」が代替的な関係にある可能性を示唆している。もっとも、価値創造ストーリーの説明量が多いことが、直ちに開示の質の高さを意味するわけではない。Melloni et al. (2017) は、統合報告書において簡潔性と完全性の間にトレードオフが存在することを指摘しており、本研究においても文字数の多寡は慎重に解釈される必要がある。

表3 価値創造モデル図の有無別にみた企業価値および開示量の平均値⁴

区分	企業数	Tobin's Q (平均)	StoryLength (平均文字数)
モデル図 あり	8	2.21	10,939
モデル図 なし	7	4.29	20,718

3.4 可視化と情報量の関係に関する補足的観察

価値創造モデル図の有無と価値創造ストーリーの開示量を併せて観察すると、モデル図を掲載している企業では、価値創造プロセスを図によって整理する一方、文章による説明量は相対的に抑制されている傾向が見られた。

これに対し、モデル図を掲載していない企業では、価値創造ストーリーを主として文章によって説明しており、その結果として開示量が増加している可能性がある。したがって、価値創造ストーリーの開示においては、「可視化」と「情報量」が必ずしも同時に高まるものではなく、企業ごとの編集方針や開示戦略によって異なる組み合わせが採用されていると考えられる。

3.5 小括

以上の実データに基づく探索的分析から、価値創造モデル図の有無、価値創造ストーリーの開示量、および企業価値指標との関係は、単純な一方方向の関係では捉えられないことが示された。とくに、価値創造モデル図を掲載していない企業において、文章による詳細な価値創造ストーリー開示と高い企業価値指標が同時に観察されるケースが存在する点は注目される。

ただし、本研究は限定的なサンプルに基づく探索的分析であり、業種構成や企業規模の影響を十分に統制したものではない。そのため、これらの結果は因果関係を示すものではなく、あくまで価値創造ストーリー開示の多様な実態を示す基礎的知見として位置づけられる。

4. 考察

4.1 価値創造モデル図と企業価値の関係について

本研究の分析結果から、価値創造モデル図を掲載している企業が、必ずしも高い企業価値指標を示すとは限らないことが明らかとなった。むしろ、本研究のサンプルにおいては、価値創造モデル図を掲載していない企業群の方が、平均的に高い Tobin's Q を示す結果となった。

この結果は、価値創造モデル図の掲載そのものが、企業価値を直接的に高める要因であると単純に解釈することの難しさを示している。価値創造モデル図は、企業の価値創造プロセスを視覚的に整理し、投資家の理解を補助する役割を果たすと考えられる一方で、その存在自体が市場評価を左右する決定的要因とはならない可能性がある。

すなわち、価値創造モデル図は「価値創造を行っていること」を示すシグナルというよりも、「価値創造の説明方法の一類型」として位置づける方が妥当であると考えられる。

4.2 可視化と情報量の代替関係

本研究において注目すべき点は、価値創造モデル図を掲載していない企業群において、価値創造ストーリーの説明量が相対的に多い傾向が確認された点である。この結果は、価値創造ストーリーの開示に

おいて、「図による可視化」と「文章による詳細説明」が、必ずしも補完的ではなく、代替的な関係にある可能性を示唆している。

すなわち、価値創造モデル図を用いる企業は、図によって価値創造プロセスを構造化することで、文章による説明を簡潔に抑える傾向がある一方、モデル図を用いない企業は、文章によって戦略、ビジネスモデル、将来展望を丁寧に説明することで、価値創造ストーリーを構築している可能性がある。

このような開示スタイルの違いは、企業の編集方針やIR戦略、さらには報告書作成に関与する担当者の認知フレームの違いを反映していると考えられる。Lai et al. (2018) は、統合報告書におけるナラティブが、報告書作成者の認知枠組みや編集判断を反映することを指摘している。本研究で観察された価値創造ストーリーの表現様式の違いも、企業ごとの開示戦略や作成主体の認識の違いを反映した結果として理解することができる。

4.3 投資家理解とナラティブ開示の観点からの解釈

統合報告書における価値創造ストーリーは、単なる情報量の多寡ではなく、投資家に対してどのような「意味の構造」を提示しているかが重要である。モデル図による可視化は、企業の価値創造プロセスを直感的に理解させる効果を持つ一方で、文章によるナラティブは、戦略の背景や将来に向けた意図、経営者の認識をより詳細に伝える役割を果たす。

本研究の結果は、投資家が必ずしも図表中心の開示のみを高く評価しているわけではなく、文章による一貫した価値創造ストーリーが、市場評価と結びついている可能性を示唆している。この点は、ナラティブ会計やナラティブ・アカウンタビリティの議論とも整合的であり、企業が「何を示すか」だけでなく「どのように語るか」が重要であることを示している。

4.4 探索的分析としての含意

本研究は、限定的なサンプルに基づく探索的分析であり、統計的因果関係の検証を目的とするものではない。しかしながら、価値創造モデル図の有無と

開示量、企業価値との関係が単純な正の相関関係にないことを示した点に、本研究の意義があると考えられる。

とくに、価値創造モデル図を掲載していない企業において、高い企業価値指標と豊富なナラティブ開示が同時に観察された点は、統合報告書における「可視化重視」一辺倒の議論に対して、再考を促す示唆を与えるものである。

4.5 小括

以上の考察から、統合報告書における価値創造ストーリー開示は、「モデル図の有無」という単一の要素では評価できず、可視化と情報量の組み合わせ、さらには企業ごとの開示戦略や編集方針を踏まえて理解する必要があることが示された。本研究は、価値創造ストーリー開示の多様性を実証的に示す基礎的研究として位置づけられる。

5. 結論と今後の課題

5.1 結論

本研究は、2025年度および2024年度に統合報告書を公表した東証上場企業の時価総額が大きい企業15社を対象として、価値創造ストーリー開示の特徴、とりわけ価値創造モデル図の有無および価値創造ストーリーの開示量と企業価値指標との関係について、探索的に分析を行ったものである。

分析の結果、価値創造モデル図を掲載している企業が必ずしも高い企業価値指標を示すとは限らず、むしろモデル図を掲載していない企業において、文章による詳細な価値創造ストーリー開示と高い企業価値が同時に観察されるケースが存在することが確認された。このことは、価値創造モデル図の掲載そのものが企業価値を直接的に高める要因であると单纯に捉えることの難しさを示唆している。

また、価値創造ストーリーの開示においては、「可視化」と「情報量」が必ずしも補完的に機能するとは限らず、企業ごとの編集方針や開示戦略に応じて、図表による構造化と文章による詳細説明が代替的に用いられている可能性が示された。これらの結果は、統合報告書における価値創造ストーリーが、単なる形式的要件ではなく、企業が市場とどのように対話

しようとしているかを反映する表現手段であることを示している。

以上より、本研究は、統合報告書における価値創造ストーリー開示の多様な実態を明らかにするとともに、価値創造モデル図の有無と企業価値との関係を一方向的に捉えることの限界を示した点に意義があると考えられる。

5.2 研究の限界と今後の課題

本研究には、いくつかの限界が存在する。第一に、分析対象企業数が限定的であり、業種構成や企業規模の影響を十分に統制した分析には至っていない点である。第二に、企業価値指標として用いた Tobin's Q は近似値であり、厳密な市場評価を完全に反映しているとは言い切れない。第三に、価値創造ストーリーの開示量を文字数によって測定しており、文章の質や構造、将来志向性といった質的側面については十分に考慮できていない。

今後の研究課題としては、サンプル数を拡大したうえで、業種特性や企業規模を考慮した分析を行うことが挙げられる。また、テキストマイニングや自然言語処理手法を用いて、価値創造ストーリーの内容的特性やナラティブの質を定量化し、企業価値との関係を検証することも有益であろう。さらに、時系列データを用いた分析により、価値創造ストーリー開示の変化が企業価値に与える影響を検討することも、今後の重要な研究テーマである。

本研究は、統合報告書における価値創造ストーリー開示を実証的に捉えるための基礎的研究として位置づけられ、今後の実証研究および実務的議論の出発点となることを期待する。

謝辞

本稿は、2025年11月に開催された日本商学研究学会における研究報告を基にしている。報告の過程で頂いたコメントは、本研究を進める上で有益な示唆を与えるものであった。

引用文献

- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2021). International <IR> Framework. London: IIRC.

経済産業省（2022）『価値協創ガイドンス』。経済産業省。

Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in integrated reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 220–238.

Lai, A., Melloni, G., & Stacchezzini, R. (2018). Integrated

¹ Tobin's Q とは企業の市場価値（時価総額+負債総額）を、その資本を再取得するのに必要な費用（資産の再調達コスト）で割った指標。会計上の数字では見えにくい無形資産を含めた真の企業価値を測る指標となる。

²企業が統合報告書において開示する価値創造ストーリーの特徴（価値創造モデル図の有無および開示量）が、投資家の理解を通じて市場評価にどのように関係し得るかを示した分析枠組みである。本図は分析の概念的枠組みを示したものであり、因果関係を特定するものではない。

³ 1) 対象企業は、2025年11月末日現在の東証上場企業の時価総額順位上位15社から抽出した。日本取引所グループの時価総額順位表から抜粋した。

2) 企業価値指標として用いたTobin's Qは、時価総

reporting and narrative accountability: The role of preparers' cognitive frame. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(5), 1381–1405.

額（2025年11月末）を簿価総資産で除した近似値である。

3) 価値創造ストーリーの開示量は、統合報告書における該当章本文（図表含む）の文字数により測定した。

⁴ 1) Tobin's Q は企業価値の近似指標であり、厳密な市場価値を示すものではない。
2) 本表は限定的サンプルに基づく探索的分析結果であり、統計的有意性や因果関係を示すものではない。
3) 価値創造モデル図の有無は、価値創造プロセスを構造的に示す図表の掲載有無に基づき判定した。

(Received:January 28, 2026)

(Issued in internet Edition:February 10, 2026)