

# 2019年度の投資家視点での統合報告書の 評価結果

Short Review  
2020年4月

社会システム研究所  
岡芹 弘幸  
石田 竜大  
寺山 恵

## 1. 日本の統合報告書の現状

国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council、IIRC）では、統合報告書の目的を「価値創造についてのコミュニケーション」と位置づけ、企業が価値創造に向けて取り組んでいること、志向していることを投資家（財務資本の提供者）に対して伝達し、投資家による企業分析や企業と投資家との対話の契機になる情報を提供することとしている<sup>1</sup>。

日本で統合報告書を作成する上場企業数は500社を超え、依然として増加傾向にあると同時に、世界でも有数の規模にまで拡大している。しかし、発行される統合報告書の数は多いが、アニュアルレポートとCSRレポートを合体したような安易なものも散見される。また、統合報告書という体裁ではあるものの、投資家の企業分析・評価に必ずしも貢献しない情報が相応の量で含まれ、目的や焦点がズレているケースも少なくない。

そのため、一概に統合報告書といっても投資家が必要とするコンテンツがどの程度含まれているのかには濃淡がある。そのような状況にあることを反映してか、担当企業の分析を行う証券アナリストであっても、すべての担当企業に対して、発行された統合報告書を迅速かつ積極的に熟読するケースはまだ少ない。証券アナリストによっては、統合報告書に自分の理解の促進や分析のサポートとなる情報があると認識していない可能性すらある。

## 2. 統合報告書を作成する目的

IIRCは統合報告書の作成を求める背景として、現在の各種報告書モデルが形成された後、経営の在り方、事業価値の創造プロセス、事業環境には大きな変化があり、それらは相互に関連しているが、それぞれの報告書は個別に展開されてきたため互いに結合した内容になっておらず、特に、戦略、ガバナンス、事業運営、財務、非財務の重要な相互関係が明確ではない点を挙げる<sup>2</sup>。また、企業（組織）の各種報告書は長文化する一方で、企業を評価するために必要な情報という観点では重要な開示ギャップがあると指摘する。

<sup>1</sup> 「国際統合報告 フレームワーク」

[http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International\\_IR\\_Framework\\_JP.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf)

<sup>2</sup> 「統合報告に向けて 21世紀における価値の伝達」

[http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/11/IIRC-Discussion-Paper\\_Japanese.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/11/IIRC-Discussion-Paper_Japanese.pdf)

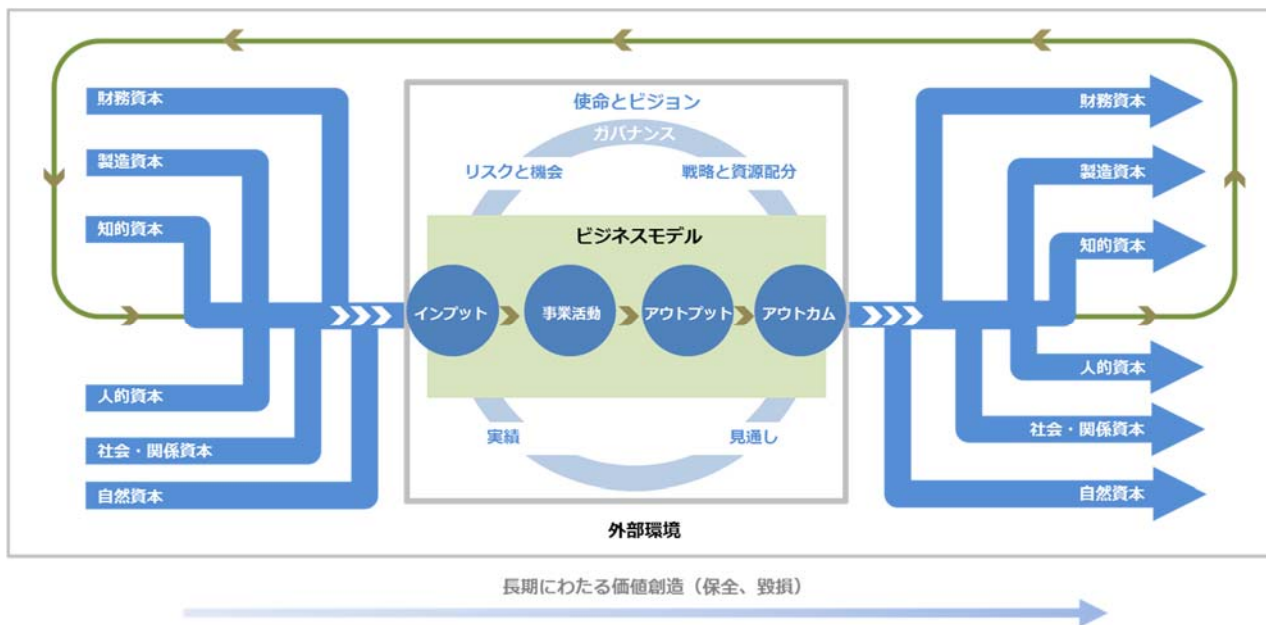
そのため、IIRC は統合報告書に、財務・非財務に関わらず企業の短期、中期、長期にわたる価値創造能力に強く影響する要因を、統合思考に基づくアプローチによって報告することを求める。「統合思考」については、企業の様々な事業・機能と企業が利用し影響を与える資本との間の関係について、企業が能動的に考えることと定義する。また、その統合思考が企業活動に浸透することによって、マネジメントによる報告、分析、意思決定において、より自然なかたちで情報の結合が実現されると考えている。

IIRC はそのような統合思考に基づく統合報告書が作成され、投資家が利用可能な情報の質が改善されることによって、より効率的で生産的な資本配分が行われることを期待している。

### 3. IIRC の統合報告書フレームワーク

IIRC は、企業が投資家に対して、事業戦略、各種資本、ステークホルダー、外部環境などを相互に関連させるかたち（統合的な思考）で、「長期にわたる企業価値」をどのように創造するかの説明を「簡潔に」行うことを求めている。また、IIRC はフレームワークとして、価値創造プロセスの基本となる6つの資本（財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本）や統合報告書に求める様々な要素を掲げる（図表 1）。一方、何をどのようなかたちで開示するかは企業の自由裁量とし、IIRC が求める各要素に網羅的に対応する必要はないとする。

図表 1 IIRC が提示する企業の価値創造プロセス



出所：IIRC 資料から日興リサーチセンター作成

日本企業が統合報告書を作成する際には、IIRC のフレームワークや経済産業省が作成した「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス<sup>3</sup>」をベース、あるいは参考にしているケースは多い。しかし、統合報告書にどのようなコンテンツをどのようなかたちで掲載するかは作成する企業に委ねられており、定型的なフォーマットがある訳ではない。また、統合報告書の作成をサポートする業者やコンサルタントの視点は様々であり、必ずしも投資家との価値創造に関するコミュニケーションに主眼が置かれていないケースもある。従って、相応の労力を費やして統合報告書を作成したものの、投資家や証券アナリストとの対話の際に統合報告書の内容がほとんど俎上にのらないような場合には、作成した統合報告書の方向性が投資家のニーズに即しているのかどうかをいまいちど熟思する必要があると考える。

#### 4. NRC が行う投資家視点での統合報告書評価

IIRC は統合報告書を通じて、「より効率的で生産的な資本配分」を期待する。そして、その役割を主として担うのは投資家である。しかし、投資家ニーズを満たさない統合報告書も多くある。その乖離をなくすことを目的に、日興リサーチセンター（NRC）では、企業が作成した統合報告書が、投資家との価値創造におけるコミュニケーションのツールになり得るコンテンツかどうかの評価を行っている。

統合報告書では、多くのステークホルダーに向けた全方位的な情報は求められていない。企業はどのようなコンテンツを掲載すれば投資家にとって利用価値があり、何を投資家に訴求したいのかを十分に吟味して記載対象を設定しなければならない。また、「簡潔な」統合報告書という見地では、投資家が必要とするファクターに焦点を絞ると同時に、内容の1つ1つを深度のある、投資家にとって有意義なものにする必要がある。

NRC は投資家ニーズを充足する統合報告書であるためには何が至要かを熟案した結果、IIRC のフレームワークを前提にしつつも、独自の視点を加味し、統合報告書の評価要素として、(1) 経営者によるキーメッセージ、(2) ビジネスモデル、(3) 中長期的な事業戦略、(4) ビジネスリスク、(5) コーポレート・ガバナンス、(6) ESG マテリアリティ、の6項目を導出している（図表2）。

<sup>3</sup> 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」

[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikei/Guidance.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/Guidance.pdf)

図表 2 NRC が統合報告書を評価する項目の概念図



出所：日興リサーチセンター作成

## 5. 2019 年度の評価結果

NRC は統合報告書の評価を行い、その結果を企業にフィードバックする取組みを 2018 年半ばから開始した。2019 年度は合計で 24 社の評価を行い、2018 年度からの累計は 35 社になっている。評価方法は、投資家ニーズに合致した内容になっているかどうかを NRC の基準軸で「A、B、C、D」の 4 段階で判断し、最も投資家ニーズに対応した内容を「A」としている（「報告書の分量」のみ「A、D」の 2 段階評価）。

2019 年度の評価結果は図表 3 の通り。2019 年度に評価を行った統合報告書では「経営者によるキーメッセージ」で 37%が A 評価であった。トップマネジメントが統合報告書を通じて投資家にメッセージを伝えようとする意図を持つケースが多かった点は評価できる。

「ビジネスモデル」は B 評価以上が 30%超だった一方で、66%が C 評価であった。ビジネスモデルは対象企業についての造詣が深い投資家にとっては既知のことになるかもしれないが、新規あるいは相対的に取材や対話の時間が少ない投資家の理解の深化に貢献する内容にする必要がある。

「事業戦略」は 83%が C 評価であった。中期経営計画の概略や中期的に目指す方向の定性的な記述にとどまり、統合報告書だけでは投資家が事業戦略の目的や背景などを深甚に理解することが難しいケースが多かった。

「ビジネスリスク」は C 評価以下が 75%を占めた。投資家は企業に対してリスク情報の充実を求めているが、統合報告書においても有価証券報告書と同様に一般的なリスクのみが記載されている場合が多く、投資家が求める開示とは依然として乖離がある。

「コーポレート・ガバナンス」は 83%が C 評価で、12%が D 評価であった。多くの統合報告書では、自社の取締役会の形態や役員報酬制度の概要を中心に記載されていた。一方、社外取締役のメッセージやインタビューを通じて取締役会の雰囲気や変化がコメントされているケースも少なくなかった。NRC

ではそれを評価対象にはしていないが、そうした記述を通じて外部からは普段垣間見ることのできない取締役会の一片を知ることができる。

「ESG マテリアリティ」は C 評価と D 評価の合計が 90% 超であった。ESG を意識した記述は増えているものの、統合報告書の後半部分に CSR 的な観点で記載されているケースが多い。

図表 3 2019 年度の NRC による統合報告書の評価結果

評価項目	A	B	C	D	評価社数
経営者によるキーマッセージ	37.5%	20.8%	41.7%	0.0%	24社
ビジネスモデル	4.2%	29.2%	66.7%	0.0%	24社
事業戦略	4.2%	12.5%	83.3%	0.0%	24社
ビジネスリスク	0.0%	25.0%	12.5%	62.5%	24社
コーポレート・ガバナンス	4.2%	0.0%	83.3%	12.5%	24社
ESGマテリアリティ	0.0%	8.3%	45.8%	45.8%	24社
報告書の分量	25.0%	－	－	75.0%	24社

出所：日興リサーチセンター作成

図表 4 NRC による統合報告書の評価結果の累計

評価項目	A	B	C	D	評価社数
経営者によるキーマッセージ	28.6%	22.9%	48.6%	0.0%	35社
ビジネスモデル	11.4%	28.6%	60.0%	0.0%	35社
事業戦略	5.7%	31.4%	62.9%	0.0%	35社
ビジネスリスク	0.0%	25.7%	17.1%	57.1%	35社
コーポレート・ガバナンス	2.9%	5.7%	71.4%	20.0%	35社
ESGマテリアリティ	0.0%	8.0%	44.0%	48.0%	25社
報告書の分量	25.7%	－	－	74.3%	35社

注：「ESG マテリアリティ」は 11 社目からの追加項目のため、他に比べ評価を行った企業数が少ない

出所：日興リサーチセンター作成

### 5.1 「経営者によるキーマッセージ」での A 評価

2019 年度では「経営者によるキーマッセージ」の項目で 9 社を A 評価とした。その対象を図表 5 に掲載するが、証券コード順であり内容の優劣を表すものではない。同項目で A 評価とした際の特徴として、トップマネジメントによって、(1) 現在の事業環境と将来のビジネス機会、(2) 資本効率の考え方や資本効率を上げていくための施策、(3) 成長投資と株主還元の配分についての具体的な方針、(4) 中期経営計画と現行業績の乖離を踏まえた取組み、(5) 自身のキャリアやそれを踏まえた上での経営理念、(6) 人材育成に対する思いや意図、などが複合的に記述されていたことが挙げられる。

なお、NRCでは「経営者によるキーメッセージ」の評価をする場合に、単にトップマネジメントのインタビュー形式によるコンテンツがあるとか、それが口語調であるといった外形的な要素は考慮しない。トップマネジメントが投資家に向けてどれだけメッセージ性の強い報告をしようとしているかという点を重視している。

図表5 「経営者によるキーメッセージ」でのA評価

コード	企業名	評価対象
4555	沢井製薬	統合報告書 2019
4902	コニカミノルタ	統合報告書 2019
5715	古河機械金属	アニュアルレポート 2019
6473	ジェイテクト	ジェイテクトレポート 2019
6856	堀場製作所	HORIBA Report 2018
7532	パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス	Integrated Report 2019
7915	NISSHA	Nissha Report 2019
8218	コメリ	統合報告書 2019
9143	SGホールディングス	アニュアルレポート 2019

注：掲載は証券コード順

出所：日興リサーチセンター作成

## 5.2 「ビジネスモデル」でのA評価

2019年度では「ビジネスモデル」の項目でパン・パシフィック・インターナショナルホールディングス（7532）の「Integrated Report 2019」のみをA評価とした。同報告書で、(1) どのようにして経営理念を社員に浸透させているのかが具体的に記述されていたこと、(2) 他社との差別化要因の1つである「時間消費型店舗」づくりに向けて、どのような取組みや工夫を行っているのかが記載されていたこと、(3) 店舗の担当者への権限委譲の具体的なアプローチと成果が理解できる内容であったこと、などを評価した。

図表6 「ビジネスモデル」でのA評価

コード	企業名	評価対象
7532	パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス	Integrated Report 2019

出所：日興リサーチセンター作成

## 5.3 「事業戦略」でのA評価

2019年度では「事業戦略」の項目でコニカミノルタ（4902）の「統合報告書 2019」のみをA評価

とした。同報告書では、特に新規事業について何をビジネス機会として捉えているかが明確に記載され、新規事業によっては潜在需要や中長期的に目標とする売上高・顧客数の説明があると同時に、損益分岐点の顧客数などにも言及されている点を評価した。

図表7 「事業戦略」でのA評価

コード	企業名	評価対象
4902	コニカミノルタ	統合報告書 2019

出所：日興リサーチセンター作成

#### 5.4 「コーポレート・ガバナンス」でのA評価

2019年度では「コーポレート・ガバナンス」の項目でコニカミノルタの「統合報告書 2019」のみをA評価とした。同報告書で、(1) 役員報酬に関する方針が分かりやすく記載され、社外取締役が株式報酬を導入していない理由についても詳細に説明されていたこと、(2) 取締役会構成に必要なスキル・経験に対する考え方や、直近で登用した社外取締役に求めたスキルや背景などが具体的に記載されていたこと、(3) 取締役会の戦略投資の議論で CEO や社外取締役がどのように意思決定に関与したのかの記述があったこと、などを評価した。

図表8 「コーポレート・ガバナンス」でのA評価

コード	企業名	評価対象
4902	コニカミノルタ	統合報告書 2019

出所：日興リサーチセンター作成

#### 5.5 「ビジネスリスク」・「ESG マテリアリティ」でA評価の該当はなし

2019年度では「ビジネスリスク」でB評価が6社、「ESG マテリアリティ」でB評価が2社あったが、両項目ともにA評価の該当はなかった。

#### 5.6 2019年度に評価を行ったなかでのベストプラクティス

NRCが2019年度に評価を行った統合報告書のなかで、コニカミノルタの「統合報告書 2019」が最も投資家ニーズに合致したベストプラクティスであったと考える。同報告書は、NRCの評価において「報告書の分量」以外の6項目でA評価が3つ、B評価が3つと全体的に水準が高かった。また、オーソドックスなスタイルであり、投資家の注目点を反映しつつ、自社の戦略や方向性、各種の取組みを行う背景などが記述されているため、統合報告書の模範の1つとして評価できる。

今般、NRC では優れた統合報告書の認知度を高めることを目的に、「Integrated Report Award」を創設した。2019 年度については、上記の理由からコニカミノルタの「統合報告書 2019」を「ベストプラクティス賞」として選択する。

図表 9 2019 年度のベストプラクティス賞



出所：日興リサーチセンター作成

## 6. まとめ

2019 年度に NRC が評価を行った 24 社の統合報告書のなかで、コニカミノルタの「統合報告書 2019」をベストプラクティスとして選出した。オーソドックスなスタイルであり、投資家の注目点を反映しつつ、自社の戦略や方向性、各種の取組みを行う背景などが記述された統合報告書の模範の 1 つと考える。同報告書のような統合報告書が増えれば、統合報告書を熟読し、企業分析や対話のツールとして活用する投資家の増加が見込める。そして、それは企業がより充実した統合報告書を作成するという循環の形成に繋がる。その帰趨として IIRC が期待する統合報告書を通じた「より効率的で生産的な資本配分」がいま以上に展開されることが期待できる。

統合報告書を価値創造についての投資家とのコミュニケーションツールにするためには、トップマネジメントによる積極的なコミットメントがコア要素と考える。なぜならば、トップマネジメントの参画に欠ける統合報告書では、投資家が経営を委託するに足るマネジメントであるのかの判断材料にならないからである。そうした理由から、統合報告書にトップマネジメントの生の声を望む投資家は多い。NRC が統合報告書の評価結果をフィードバックした際には、トップマネジメントが積極的に関与していると感じたケースもあれば、トップマネジメントによる理解が不十分ななかで最善に努めていると感じたケースもあった。

トップマネジメントが自社の価値創造に向けた取組みを能動的かつ深甚に説明し、投資家とのコミュニケーションを図る統合報告書が一層増加すれば、日本の企業および株式市場に改めて注目する投資家の増大が期待できる。NRC では統合報告書の評価を通じて、そうした趣向に貢献したいと考えている。

(END)