

2020年度の投資家視点での統合報告書の 評価結果

Short Review
2021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¹。

日本では600社程度の上場企業が統合報告書（統合報告書相当のレポートを含む）を作成し、2020年度を通じても増加傾向をたどった。しかし、規模の面では世界でも有数の存在になっているものの、投資家との価値創造についてのコミュニケーションを目的としていない統合報告書、あるいは、CSR的な色彩の方が強い統合報告書も少なくない。従って、統合報告書という体裁であっても、投資家の企業分析・評価にどの程度有用な情報が含まれているのかには濃淡がある。そうした理由から、証券アナリストによっては、統合報告書に自分の理解・分析の促進に繋がる情報があるとそもそも認識していない、もしくは、過去に目を通したものの継続的に読む必要はないと判断し、担当企業の統合報告書を放置したままにするというケースも依然としてあると推測する。

一方、国内のメジャーなアワードを受賞した統合報告書を見ると、投資家に評価され得るコンテンツを一定水準で含有している。しかし、アワードを受賞した統合報告書であっても、文章の記述スタイルや分量の面などで必ずしも投資家がストレスなく活用できるとはいえないものもある。そのため、担当企業の分析を行う証券アナリストであっても、すべての担当先の統合報告書を隅から隅まで熟読するケースはほとんどないであろうし、場合によっては分厚い統合報告書のなかで有益な情報を見落とす可能性がある。従って、アワードなどで評価の高い統合報告書を単純に手本に作成すれば、投資家から同様の高い評価を得られる訳でもない。

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

¹ 「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

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²。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。

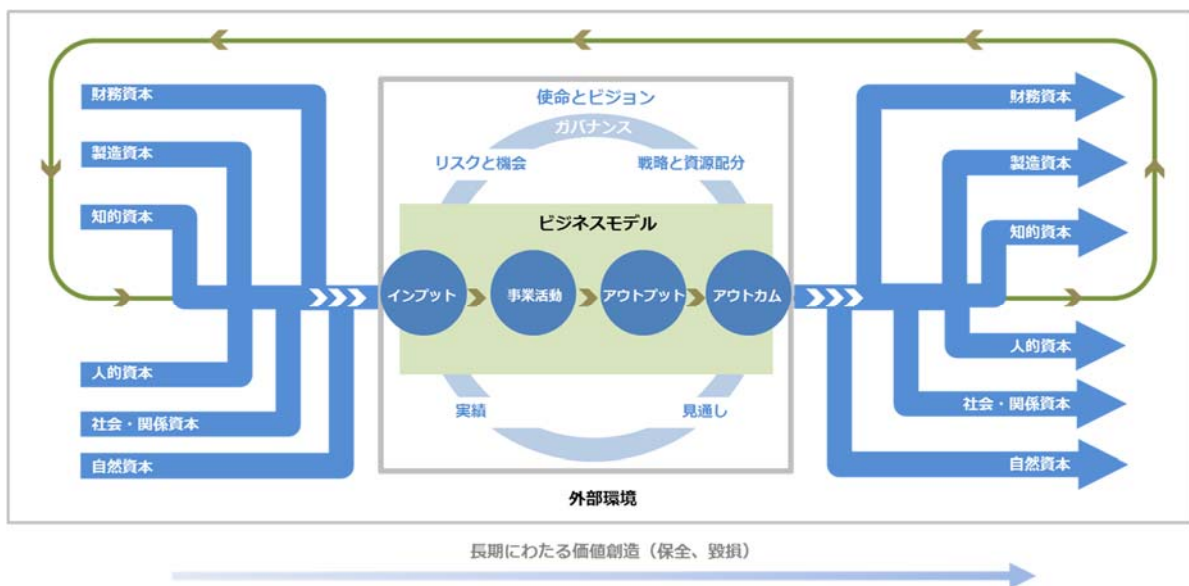
そのため、IIRC は統合報告書に、財務・非財務に関わらず企業の短期、中期、長期にわたる価値創造能力に強く影響する要因を、統合思考に基づくアプローチによって報告することを求める。「統合思考」については、企業の様々な事業・機能と企業が利用し影響を与える資本との間の関係について、企業が能動的に考えることと定義する。また、その統合思考が企業活動に浸透することによって、マネジメントによる報告、分析、意思決定においてより自然なかたちで情報の結合が実現されると考えている。

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

² 「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

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³」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、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を置かないケースもある。そうした要因から、投資家への訴求力の強弱が異なる統合報告書が混在するかたちになっている。相応の時間と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ニーズに即している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、統合報告書のコンテンツ面での評価要素として、(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）。また、IIRC の「簡潔な統合報告書」という意向や統合報告書を活用する投資家の利便性を反映するかたちで、評価項目として分量（頁数）も設定している。

³ 「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/kigyokaikei/Guidance.pdf

図表 2 NRC が統合報告書を評価するコンテンツ項目の概念図



出所：日興リサーチセンター作成

5. 2020 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。2020 年度は合計で 25 社の評価を行い、2018 年度からの累計は 60 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）。

2020 年度の評価結果は図表 3 の通り。2020 年度に評価を行った統合報告書の「経営者によるキーメッセージ」では B 評価が 48%で最頻だったが、A 評価も 28%と少なくなかった点は評価できる。トップマネジメントが統合報告書を通じてどのようなメッセージを伝えようとしているのかは投資家の関心の高いところであり、まずトップメッセージから統合報告書を読み始める投資家が多い。そのため、トップメッセージが持つ重要性は大きいと考える。

「ビジネスモデル」は B 評価以上が 35%超だった一方で、60%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。また、継続的に統合報告書を作成するうえでは、ビジネスモデルの骨子がそれほど大きく変わらない場合でも、毎年、どのようなかたちで、どのような分量で記述するのかのバランスが求められる。

「事業戦略」は 72%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 D 評価が 76%を占めた。投資家は企業に対して企業価値の評価・分析や対話に有用なリスク情報を求めており、企業によっては内閣府令の改正を受けて有価証券報告書でもリスク

情報の記述を充実させはじめています。統合報告書で一般的・形式的なリスクを掲載するだけでは、投資家のニーズを満たすことはできない。

「コーポレート・ガバナンス」はC評価が64%、D評価が20%であり、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、16%はB評価以上で、相対的に数は少ないが投資家を意識したコーポレート・ガバナンスの記述が行われていた点は評価できる。また、社外取締役のメッセージやインタビューで、取締役会の雰囲気や企業カルチャーなどがコメントされているケースが少なくなかった。NRCではそれを評価対象にはしていないが、社外取締役の率直な感想を通じて普段は垣間見ることが難しい取締役会や企業カルチャー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80%超であった。ESGを意識した体裁を取入れているものの、CSR的な視点で展開されているため、投資家が知りたいことと記述内容が乖離しているケースが多かった。

図表3 2020年度のNRCによる統合報告書の評価結果

	A	B	C	D	評価社数
経営者によるキーメッセージ	28.0%	48.0%	20.0%	4.0%	25社
ビジネスモデル	4.0%	32.0%	60.0%	4.0%	25社
事業戦略	0.0%	24.0%	72.0%	4.0%	25社
ビジネスリスク	0.0%	12.0%	12.0%	76.0%	25社
コーポレート・ガバナンス	4.0%	12.0%	64.0%	20.0%	25社
ESGマテリアリティ	0.0%	20.0%	32.0%	48.0%	25社
報告書の分量	20.0%	-	-	80.0%	25社

注：同一企業であっても異なる年度の統合報告書の評価を行った場合は、別社数としてカウント
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

	A	B	C	D	評価社数
経営者によるキーメッセージ	28.3%	33.3%	36.7%	1.7%	60社
ビジネスモデル	8.3%	30.0%	60.0%	1.7%	60社
事業戦略	3.3%	28.3%	66.7%	1.7%	60社
ビジネスリスク	0.0%	20.0%	15.0%	65.0%	60社
コーポレート・ガバナンス	3.3%	8.3%	68.3%	20.0%	60社
ESGマテリアリティ	0.0%	14.0%	38.0%	48.0%	50社
報告書の分量	23.3%	-	-	76.7%	60社

注1：「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
注2：同一企業であっても異なる年度の統合報告書の評価を行った場合は、別社数としてカウント
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

2020 年度では「経営者によるキーマッセージ」の項目で、6 社（1 社は 2 つの年度）で 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) 自身の経営哲学、(2) 自社の中長期的なサステナビリティの観点からの取組み、(3) 直近業績によってみえてきた新たな課題と具体的な対応策、(4) 事業ポートフォリオの今後の方針、(5) 現行のガバナンス体制の意図と目的、(5) 人材育成に対する思い、などが複合的に記述されていたことが挙げられる。

また、コロナ禍における全社的な対応の概要をコメントするにとどめるのではなく、コロナ禍を踏まえた経営トップとしての考え方や判断、事業ポートフォリオを含め変えていくべき点、改めて気づいたことなどを相応の紙幅を割いて説明しているケースが複数あった。

なお、NRC では「経営者によるキーマッセージ」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 「経営者によるキーマッセージ」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 2020
5715	古河機械金属	アニュアルレポート（統合報告書） 2020
6473	ジェイテクト	ジェイテクトレポート 2020
6707	サンケン電気	サンケンレポート 2019 サンケンレポート 2020
6856	堀場製作所	HORIBA Report 2019-2020
7915	NISSHA	Nissha Report 2020

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

2020 年度では「ビジネスモデル」の項目でコニカミノルタ（4902）の「統合報告書 2020」のみを A 評価とした。同報告書では、(1) 「みたい」・「みせる」をキーワードに、自社の製品やサービスの特徴、顧客への提供価値などがビジュアル面を含めて分かりやすく記述されていたこと、(2) 「顧客接点強化戦略」や「技術戦略」、「人財戦略」、「事業戦略」などを通じて自社の競争力の源泉やビジネスモデル転

換で重要となる要素が記載され、推進中のビジネスモデル転換に関する理解が深められ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
4902	コニカミノルタ	統合報告書 2020

出所：日興リサーチセンター作成

5.3 「コーポレート・ガバナンス」でのA評価

2020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 2020」のみをA評価とした。同報告書の取締役会議長メッセージや社外取締役対談において、期末偏重型の事業運営であることに社外取締役がどのような問題提起をし、是正に向けて取締役会が注視していることの記載がなされていた点を中心に評価した。

図表7 「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 2020

出所：日興リサーチセンター作成

5.4 「事業戦略」・「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

2020年度では「事業戦略」でB評価が6社、「ビジネスリスク」でB評価が3社、「ESG マテリアリティ」でB評価が5社あったが、3項目ともにA評価の該当はなかった。

5.5 2020年度に評価を行ったなかでのベストプラクティス

NRCでは優れた統合報告書の認知を高めることを目的に、2019年度から「Integrated Report Award」を創設した。2020年度については、NRCが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 2020」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。そのため、同報告書を2020年度の「ベストプラクティス賞」として選定する。コニカミノルタは2019年度に続き、2回連続での受賞となる。

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2つと全

体的に水準が高かった。同報告書の発行時点では、中期的な計数計画などが公表されていなかったことから、「事業戦略」の評価は 2019 年度よりも低かったものの、前述したように自社の競争力の源泉や推進中のビジネスモデル転換で重要となる要素といった無形資産にフォーカスをあてることで、2019 年度とは違うスタイルで投資家の理解促進や評価・分析に有用なコンテンツを提供している点が評価できる。

図表 8 2020 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

2020 年度に NRC が評価を行った 25 社の統合報告書のなかで、コニカミノルタの「統合報告書 2020」をベストプラクティスとして選定した。読み手を惹きつけるトップメッセージからはじまり、取締役会の考え方や社外取締役による具体的な助言内容、自社の強みである無形資産など、有価証券報告書では得られ難い情報が多く掲載されていた。同報告書のような統合報告書が増えれば、投資家は統合報告書をもとに、より深い企業分析や対話を行い得るし、担当企業の統合報告書を放置したままにしてしまう証券アナリストも減ると考える。また、統合報告書を活用する投資家や証券アナリストが増えれば、企業が統合報告書を一段と充実させようとするモチベーションを高めるといふ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。

NRC では評価を行った翌年度の統合報告書の評価依頼を受けるケースが増えている。その際に、前年度に比べ相対的に改善の大きい企業と小さい企業があるが、その差はトップマネジメントによるコミットメントの度合いの違いではないかと考えている。トップマネジメントが統合報告書を作成する趣旨や目的を理解し、積極的に作成に関与するほど投資家ニーズを充足するコンテンツになる確率が高まる。一方、トップマネジメントによる理解が不十分ななか、担当者による最善の努力のみで取組むようなケースでは、投資家に訴求力のある統合報告書の作成は難しい面がある。

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)