

投資家視点での統合報告書の評価結果

～2021 年度～

Short Review

2022 年 6 月

社会システム研究所
司 淳
杉浦 康之
高橋 龍生

1. 日本の統合報告書の現状

Value Reporting Foundation（以降、VRF）の統合報告原則では、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 社超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、2021 年を通じても増加傾向をたどった²。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。したがって、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。したがって、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わけでもない。

2. 統合報告書を作成する目的

VRF 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、経営のあり

¹ 「国際統合報告 フレームワーク」VRF は IIRC と SASB が昨年合併してできた団体である。

https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/09/IR-Framework-2021_Japanese-translation.pdf

² 「国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト 2021 年版」

http://cvrl-net.com/archive/pdf/list2021_202202.pdf

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³。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。

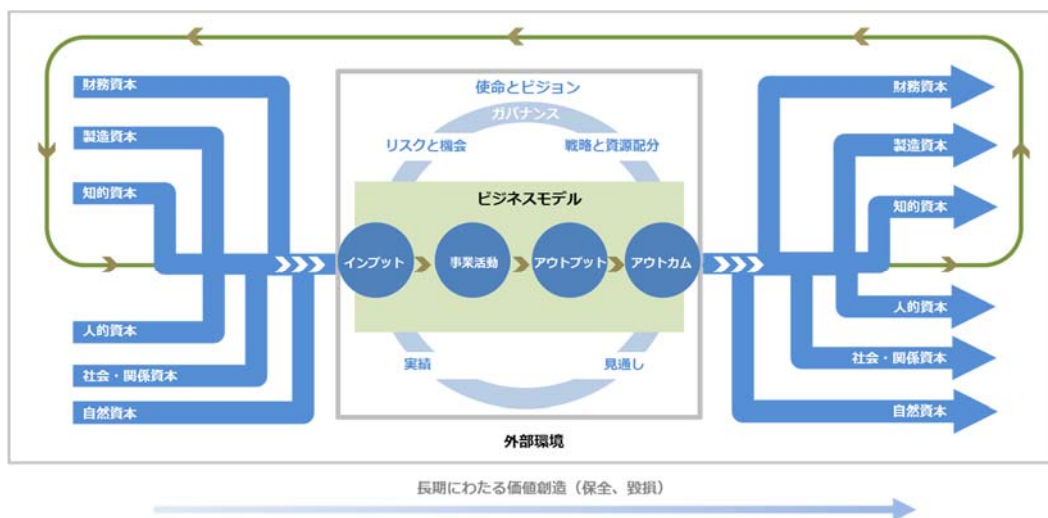
そのため、VRFは統合報告書に、財務・非財務に関わらず企業の短期、中期、長期にわたる価値創造能力に強く影響する要因を、統合思考に基づくアプローチによって報告することを求める。「統合思考」については、企業の様々な事業・機能と企業が利用し影響を与える資本との間の関係について、企業が能動的に考えることと定義する。また、その統合思考が企業活動に浸透することによって、マネジメントによる報告、分析、意思決定においてより自然なかたちで情報の結合が実現されると考えている。

VRF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. VRFの統合報告書フレームワーク

VRF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、VRF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、VRF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 VRFが提示する企業の価値創造・保全・毀損プロセス



出所：VRF 資料から日興リサーチセンター作成

³ 「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、VRF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⁴」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わけではない。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のが現状である。たとえば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否かをいまいちど熟思する必要があるだろう。

4. NRCが行う投資家視点での統合報告書評価

VRF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。

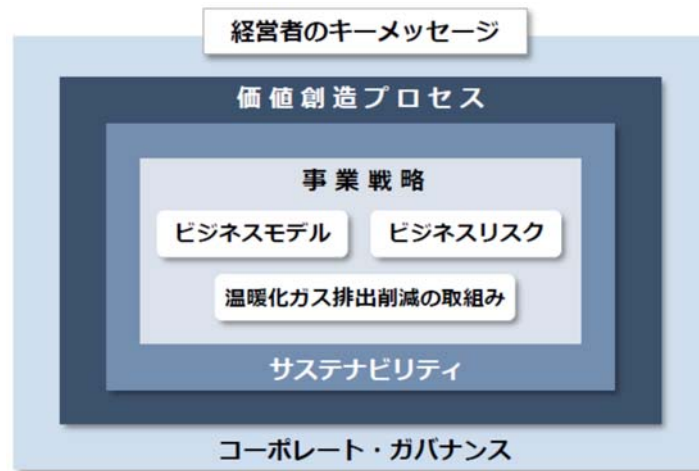
NRCは投資家ニーズを充足する統合報告書であるためには何が必要かを熟案した結果、VRFのフレームワークを前提にしつつも、独自の視点を加味し、統合報告書のコンテンツ面での評価要素として、(1) 経営者によるキーメッセージ、(2) ビジネスモデル、(3) 中長期的な事業戦略、(4) ビジネスリスク、(5) コーポレート・ガバナンス、(6) サステナビリティ、(7) 温室効果ガス排出削減の取り組みの7項目を導出している（図表2）。また、VRFの「簡潔な統合報告書」という意向や統合報告書を活用する投資家の利便性を反映するかたちで、評価項目として分量（頁数）も設定している。

前回からの変更点としては、「(6) ESG マテリアリティ」を「(6) サステナビリティ」と名称変更し、さらに「(7) 温室効果ガス排出削減の取り組み」を加えた。本分析の評価項目として新たに加えた背景には、金融安定理事会が機関投資家を含むグローバルの金融機関に対して、投融資のポートフォリオのカーボン負荷を計測し、気候リスクとして管理することを求めていることがある。このため、投資家は、投資先企業に対し、気候変動リスクと機会に限らず、その削減目標や削減に対する財務計画などの開示を求めている。

⁴ 「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. 2021 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。2021 年度は合計で 24 社の評価を行い、2018 年度からの累計は 85 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）。

2021 年度の評価結果は図表 3 の通りである。2021 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 C 評価が 37.5% で最頻であったが、A 評価も 33.3% と少なくなかった点は評価できる。A 評価とは、経営者が自らの言葉で経営哲学やビジョン、自社の将来の方向性や課題などをコメントし、経営者の思いや人柄などが伝わる内容になっている場合としている。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は多いだろう。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 45% 超であった一方で、54% 超が 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さ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 75% が C 評価であった。投資家は、中長期的な事業戦略として、何をビジネス機会として捉え、そのためにどのように経営資源を配分し、何が課題なのかを数値目標を含めて開示することを求めている。高い具体性を求めているのに対して、多くが中期経営計画の概略や中期的に目指す方向の抽象的・定性的な記述にとどまっており、投資家が事業戦略の具体的な内容を深く理解することが

難しいケースが多かった。

「ビジネスリスク」はD評価が58%超を占めた。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（2019年1月施行⁵）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る。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であろう。

図表3 2021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	33.3%	29.2%	37.5%	0.0%	24社
ビジネスモデル	16.7%	29.2%	54.2%	0.0%	24社
事業戦略	0.0%	20.8%	75.0%	4.2%	24社
ビジネスリスク	0.0%	29.2%	12.5%	58.3%	24社
コーポレート・ガバナンス	8.3%	16.7%	50.0%	25.0%	24社
サステナビリティ	4.2%	33.3%	33.3%	29.2%	24社
温暖化ガス排出削減の取組み	0.0%	4.2%	58.3%	37.5%	24社
報告書の分量	20.8%	-	-	79.2%	24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(2018～2021年度)

	A	B	C	D	評価社数
経営者によるキーメッセージ	29.4%	31.8%	37.6%	1.2%	85社
ビジネスモデル	10.6%	29.4%	58.8%	1.2%	85社
事業戦略	2.4%	25.9%	69.4%	2.4%	85社
ビジネスリスク	0.0%	22.4%	14.1%	63.5%	85社
コーポレート・ガバナンス	4.7%	10.6%	63.5%	21.2%	85社
サステナビリティ	1.3%	20.0%	37.3%	41.3%	75社
温暖化ガス排出削減の取組み	0.0%	4.2%	58.3%	37.5%	24社
報告書の分量	23.5%	-	-	76.5%	85社

注1：「サステナビリティ」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 「企業内容等の開示に関する内閣府令改正」 <https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131.html>

「コーポレート・ガバナンス」はC評価が50%、D評価が25%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、25%はB評価以上で、相対的に数は少ないが、企業業績と役員報酬の関連性、取締役の取り組みや判断などの具体的な記述によって企業価値最大化が取締役会の責務であることを十分に認識していることが分かる点は評価できる。

「サステナビリティ」は、B評価とC評価が各々33.3%であった。記述内容がCSR的な視点で展開されているところが残っているが、自社のサステナビリティに関するマテリアルな 이슈を特定しただけではなく、ESGがリスクや機会として企業価値に与える影響についても把握できるような記載が増えてきたことは評価できる。

5.1 「経営者によるキーマッセージ」でのA評価

2021年度では「経営者によるキーマッセージ」の項目で、8社をA評価とした。その対象を図表5に証券コード順で記載している。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) 経営ビジョンへの自身の考え方、(2) 顧客との信頼関係や新たな価値創造に向けた取り組み、(3) コロナ禍対応での新たな認識と具体的な対応策、(4) 事業ポートフォリオの中期的目標や課題、(5) 政策保有株式への考え方、(6) 計数目標に対するトップコミットメント、などが複合的に記述されていたことが挙げられる。

また、コロナ禍における取り組みの概要をコメントするだけでなく、コロナ禍を踏まえた経営トップとしての中長期的な企業価値向上に向けた課題認識や取り組みなど、各論点について深掘りされ、相応の紙幅を割いて説明しているケースが前年度に続いて複数あった。

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
4203	ダイセル	DAICEL REPORT 2021
4612	日本ペイントホールディングス	統合報告書 2021
6473	ジェイテクト	JTEKT Report 2021
6707	サンケン電気	サンケンレポート 2021
6856	堀場製作所	HORIBA Report 2020-2021
7735	SCREENホールディングス	Annual Report 2021
8369	京都銀行	統合報告書 2021
8382	中国銀行	統合報告書 2021

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

2021年度では「ビジネスモデル」の項目で4社をA評価とした。事業に関する市場規模やマーケットシェアといった客観データが乏しい中でも、主力事業について特集を組んで掘り下げて記述したり、高い市場シェアを獲得した経緯や背景を具体的に記述したりしたことで、自社の強みや競争優位性が十分に把握できる内容になっていた。また経営者によるメッセージや中期経営計画の中で具体例を紹介したことを通じて総合的な競争力の強さを類推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
4612	日本ペイントホールディングス	統合報告書 2021
4732	ユーエスエス	USS統合報告書 2021
6856	堀場製作所	HORIBA Report 2020-2021
7735	SCREENホールディングス	Annual Report 2021

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

2021年度では「コーポレート・ガバナンス」の項目では2社をA評価とした。(1)社長の任命プロセスにおける社外取締役の関与、(2)投資家が関心を持つ少数株主保護の問題や、監査役会設置会社から指名委員会等設置会社に移行した理由について、具体的に記述していた点などから、ガバナンス体制の実効性の高さが把握できると評価した。

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
4612	日本ペイントホールディングス	統合報告書 2021
6361	荏原製作所	荏原グループ 統合報告書 2021

出所：日興リサーチセンター作成

5.4 「サステナビリティ」でのA評価

2021年度では「サステナビリティ」の項目で豊田通商「統合レポート 2021」のみをA評価とした。サステナビリティ重要課題の特定にあたって、機関投資家へのヒアリングを行ったことから特定手法が

合理的と判断した。また、サステナビリティ重要課題を機会の観点から事業化して売上計画を開示しているため、課題への取り組み(事業)と企業価値向上との結びつきに有機性の高さを窺えると判断して評価した。

図表8 「サステナビリティ」でのA評価

コード	企業名	評価対象
8015	豊田通商	統合レポート 2021

出所：日興リサーチセンター作成

5.5 「事業戦略」・「ビジネスリスク」・「温暖化ガス排出削減の取組み」でA評価の該当なし
2021年度では「事業戦略」でB評価が5社、「ビジネスリスク」でB評価が7社、「温暖化ガス排出削減の取組み」でB評価が1社あったが、3項目ともにA評価の該当はなかった。

5.6 2021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。2021年度については、NRCが評価を行った統合報告書のなかで、日本ペイントホールディングスの「統合報告書 2021」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2021年度の「ベストプラクティス賞」として選定する。日本ペイントホールディングスは初めての受賞となる。

同報告書は、NRCの評価において「報告書の分量」以外の7項目でA評価が3つ、B評価1つと全体的に水準が高かった。同社はアジアでNo.1シェアを確立していることから、強いブランド力とマーケティング力が競争力の源泉にあることが示されており、トップメッセージにおいて、重要な成長戦略や経営課題の認識と対応などから経営者の考えや人物像が分かりやすく記述されていた点が評価できる。読み手を惹きつけるトップメッセージからはじまり、社長の選任プロセスや少数株主保護に関する取締役らの議論が株主に報告する形で記述されていたことなど、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。

図表9 2021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

2021 年度に NRC が評価を行った 24 社の統合報告書のなかで、日本ペイントホールディングスの「統合報告書 2021」をベストプラクティスとして選定した。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好循環の形成につながろう。その帰趨として VRF 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、これまで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、背景の一つとして、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があるのではないかと考える。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、より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ろう。

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。

(END)