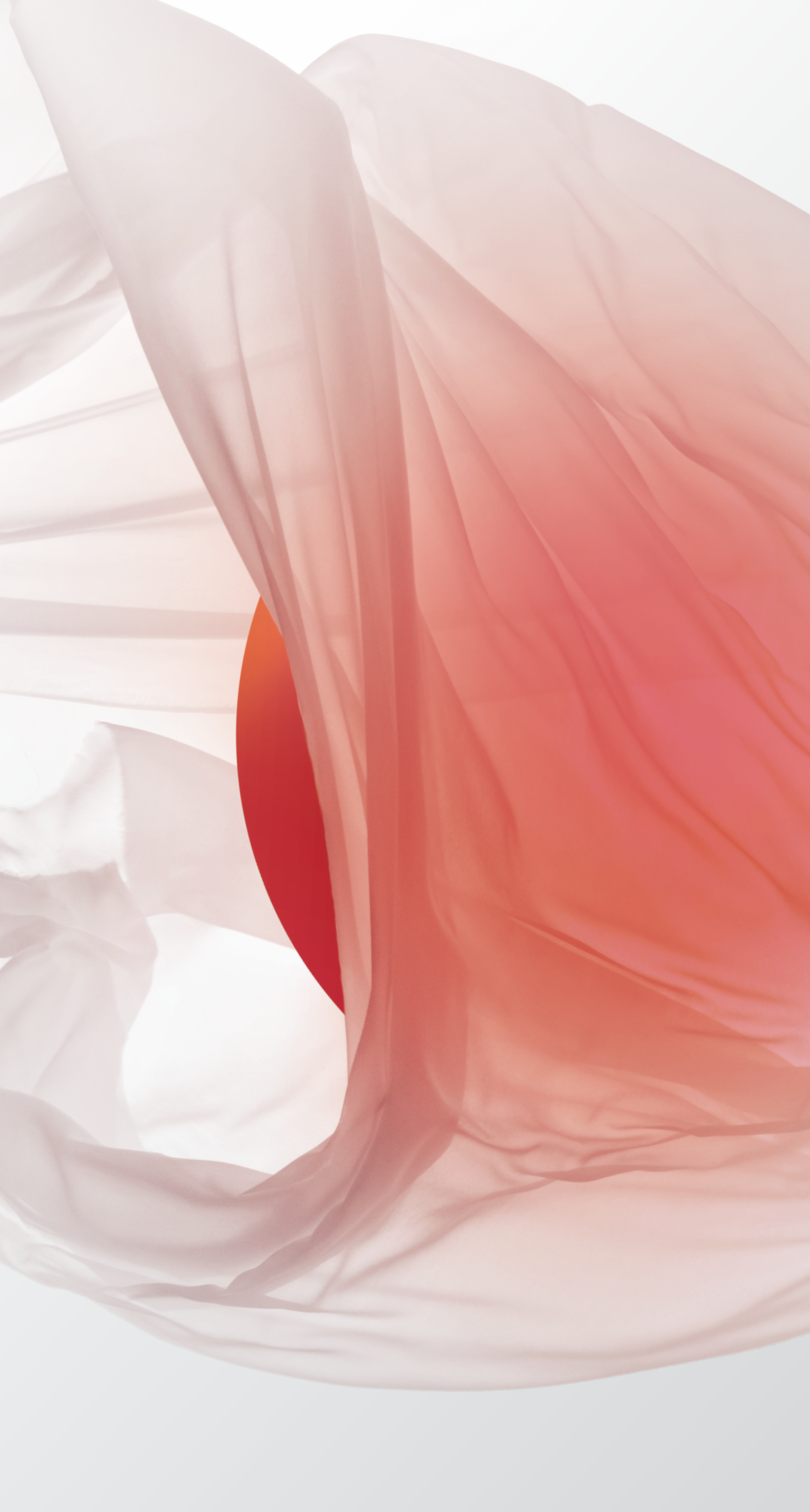




Integrated  
Reporting for  
Corporate  
Value Creation

統合報告で実現する企業価値の創造  
日本における統合報告の現状

2022

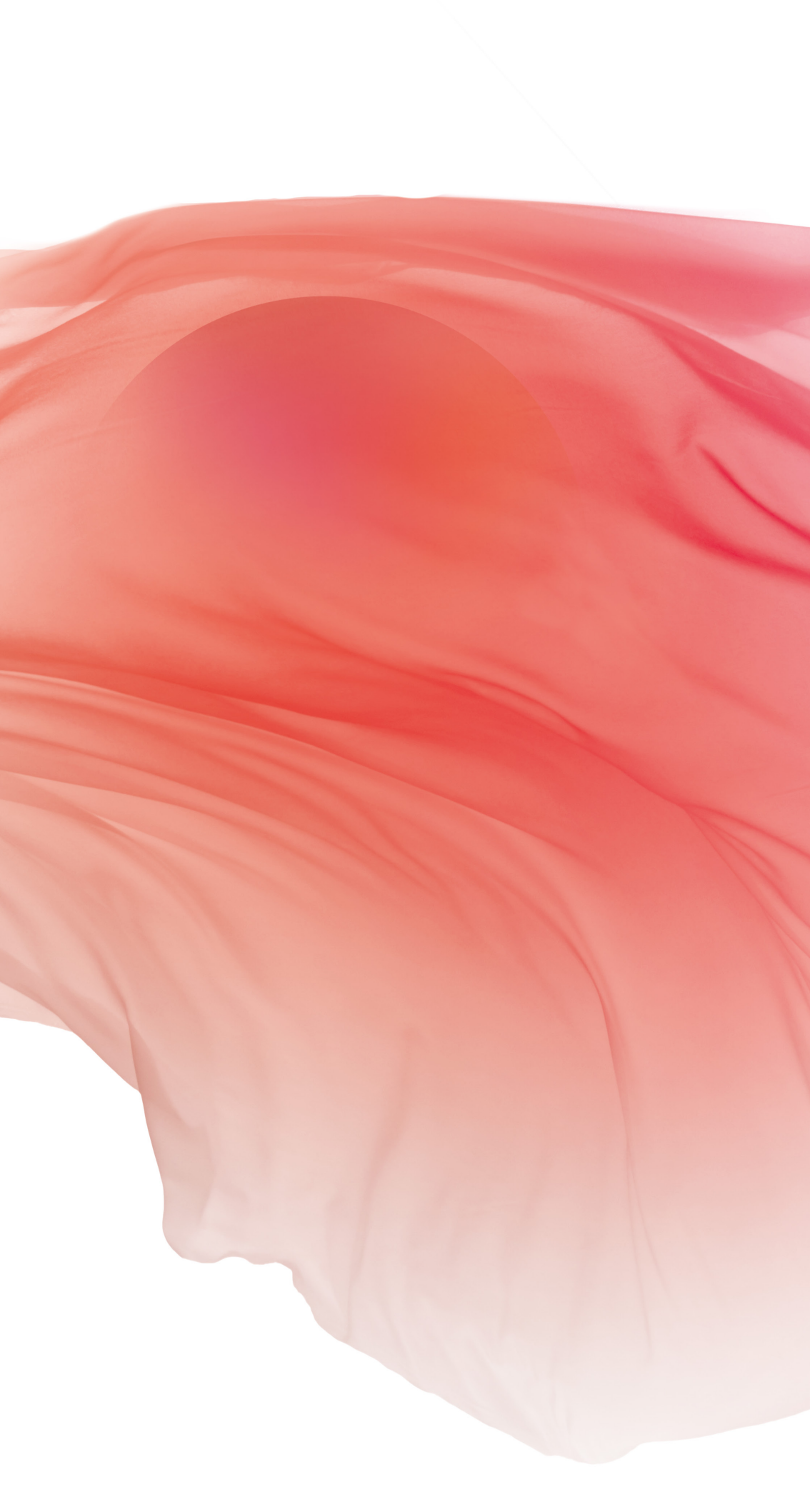


## 当冊子の発行にあたって

近年、「企業価値」という言葉を見聞きすることが多くなりました。企業価値そのものは遥か昔から使われている言葉ですが、統合報告書をはじめ、情報開示の領域で今ほど企業価値に意識を傾ける時期はなかったように思います。一方、企業価値をどう表現するかは企業によって異なります。数値を用いて企業価値を具体的に示すことはもちろんですが、そうした数値や指標が目指すべきゴールや戦略にどう合致しているのか、数値の裏側にある経営者の考えや狙いは何なのか、改めて整理し、ストーリーとして語る必要性がますます高まっています。統合報告書は、情報開示という枠組みを超え、その制作を通じ、自社の成長ストーリーを整理していくことで、結果として経営力の底上げにも活用できるツールになり得ると考えます。

特別対談では、前年に引き続き著名な有識者から示唆をいただきました。中長期の時間軸で企業価値を理解するために、投資家がどのような情報を欲しているのかを知ることのできる大変有用な内容となっています。この1年間におけるESGを含めた企業の情報開示のトレンドや投資家の注目点などについて、シンプルに知っていただくとともに、企業価値を作り込んでいくためのヒントを掴んでいただけたら幸いです。ぜひご一読ください。

2022年10月  
株式会社エッジ・インターナショナル  
統合報告アドバイザー本部  
ESGアドバイザー部



## 目次

- 2 統合報告をめぐる動向
- 3 ESG投資の動向
- 4 ESG投資と情報開示
- 5 開示基準の動向
- 6 マテリアリティの定義
- 7 欧州と米国の動向
- 8 日本の情報開示規制
- 9 ダブル・コードと統合報告書
- 10 GPIFのステューワードシップ活動
- 11 企業価値の捉え方
- 12 ESG起点のコーポレートレピュテーション
- 13 2022年のトピック
- 14 **特別対談**  
**より包括的な企業価値の伝え方とは**  
**—無形資産とインパクトを手がかりに考える—**
- 22 日本の2022年統合報告書のトレンド
- 23 データ分析からみる日本の統合報告書

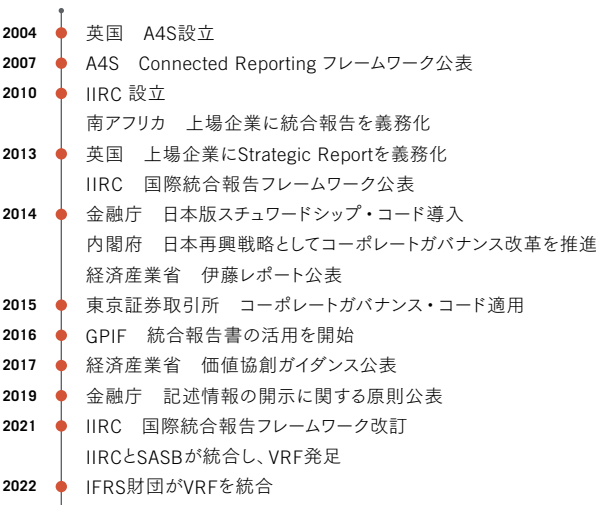
# 統合報告をめぐる動向

## 統合報告の誕生と普及

統合報告のコンセプトの始まりは、2004年にさかのぼる。企業活動が地球や社会のサステナビリティに与える影響増大に対する問題意識から、英国でA4S(Accounting for Sustainability)が発足し、会計情報とサステナビリティ情報を結び付けるConnected Reportingという考え方を示した。その後、2008年の金融危機を契機として、資本市場の行き過ぎた短期志向の是正が世界中で課題となった。英国ではA4SとGRI(Global Reporting Initiative)が共同事務局となってIIRC(現在はIFRS財団に統合)を立ち上げ、「統合報告: Integrated Reporting」を提唱した。IIRCは「統合思考」を重視し、「国際統合報告フレームワーク」を策定。企業の「情報開示」を変えることで経営変革を起こし、金融市場に対して長期志向を促そうとした。現在、統合報告は英国や南アフリカにおいて義務化されているほか、欧州やアジアの証券取引所でも採用が推奨されており、世界70カ国以上で統合報告への挑戦が進んでいる。

日本においてもIIRCの活動が活発になり、経済同友会などの経営トップが集まる会合でも話題になった2012年頃から、統合報告書を発行する日本企業が増え始めた。2014年から始まったコーポレートガバナンス改革や伊藤レポートによる提言も普及を後押しし、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が統合報告書の活用を開始した2016年を境に、さらに発行企業数は増加した。義務化はされていないものの奨励されている環境にあり、企業と投資家の重要な対話ツールに位置付けられている。

## 統合報告にまつわる歴史



出典：当社作成

## 統合報告

持続可能な価値創造ストーリーを語る企業報告。財務情報、戦略、ビジネスモデル、ESG情報などを包括的、かつ簡潔に伝えるもので、開示プロセスが経営改革を起こすきっかけとなること期待されている。

## IIRC

International Integrated Reporting Council: 国際統合報告評議会は2010年設立。企業、投資家、市場関係者、政策当局などが幅広く参加し、2013年に統合報告のフレームワークを発表した。2021年1月にフレームワークを改訂、2022年8月に統合思考原則を公表。SASBと統合し、VRF(Value Reporting Foundation): 価値報告財団となった後、IFRS財団に統合された。

## 伊藤レポート

経済産業省が「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトとして、一橋大学名誉教授伊藤邦雄座長のもと、日本の資本市場の課題をまとめた報告書。世界的な問題である短期志向に加え、持続的な低収益性という日本企業の課題を挙げ、企業と投資家の「対話先進国」を提言した。2017年10月に「伊藤レポート2.0」、2022年8月に「伊藤レポート3.0(SX版伊藤レポート)」が公表された。

# ESG投資の動向

## 拡大を続けるESG投資

2006年、国連はPRIというイニシアチブを立ち上げた。これは、ユニバーサル・オーナーシップという考え方のもと、アセットオーナーが中心となり、投資決定プロセスにESG(環境・社会・ガバナンス)評価を組み込み、長期的視点に立った投資行動を求めることを宣言・署名させるものである。国連は、金融の力で企業をよりサステナブルな方向へと変革させ、持続可能な地球環境と社会の実現を目指している。PRIへの署名が世界で拡大する中、ESG投資はメインストリームの投資家の間でも普及してきている。2015年には、世界最大の年金基金である日本のGPIFがPRIに署名したことで、日本の資金の流れもESGを軸に急速に変わってきた。近年は債券や不動産、インフラ投資など、株式以外の資産にもESG投資は広がっている。コロナ禍においては復興財源をESGに振り向ける政策がとられるなど、拡大傾向が続いている。拡大に伴い、グリーンウォッシュ等の見せかけのESG投資が問題視され、規制の厳格化が進んでいる。

## 投資家・アナリストを取り巻く規制環境の変化

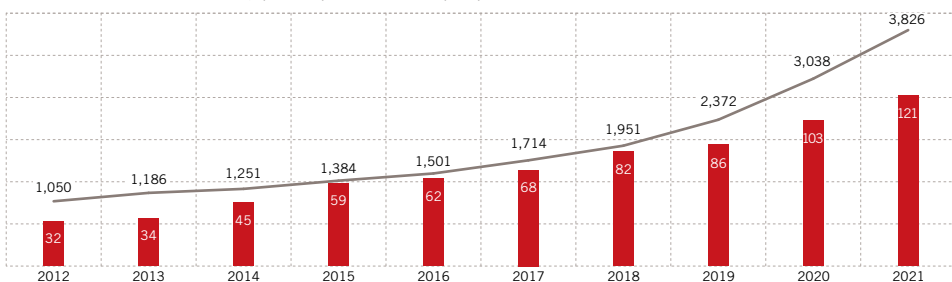
IR実務に影響がある投資家に対する規制強化には、日本のフェア・ディスクロージャー・ルールとEUのMiFID II (Markets in Financial Instruments Directive: 第2次金融商品市場指令)が挙げられる。この影響により、アナリストはいわゆる早耳情報収集ではなく、企業分析における非財務情報に対する洞察力が重要となる。グローバルな運用機関では、自社内のアナリスト強化とセルサイドに対する淘汰圧力が鮮明になっている。

## サステナブル投資の残高

世界 **35兆米ドル** (2020)      日本 **514兆円** (2021)

出典: GSIA, JSIF

## PRI署名状況



出典: PRI

PRI  
Principles for Responsible Investment: 責任投資原則は、2006年に、国連で提唱されたイニシアチブ。世界の金融機関にESG要因を考慮した投資判断を求めるもので、主要なアセットオーナー、アセットマネージャー等が署名している。

サステナブル投資  
地球と社会のサステナビリティに配慮した投資全般をさす。サステナブル投資の手法は7つに分類されている。ESG投資(ESGインテグレーション)はこの1つで、企業価値分析に財務情報に加えて、ESG情報も取り入れる手法。長期投資で企業を包括的に評価する際に用いられる。

フェア・ディスクロージャー・ルール  
2017年5月に成立した金融商品取引法の一部改正にある、投資家間の情報の公平性を確保するため、上場会社による公平な情報開示を求めたルール。FDルールとも略される。これに先立ち、日本証券業協会は2016年9月にガイドラインを制定し、アナリストの行う取材や企業から取得した情報の取り扱い等について明文化した。

# ESG投資と情報開示

## スチュワードシップ責任とESG

投資家の間では、投資先企業の持続的な成長を支えるには、投資家による適切なスチュワードシップ活動が不可欠であるとの一般認識がある。スチュワードシップ責任はICGNがグローバルな定義を定めており、中長期視点で企業価値向上をサポートし、その結果としてリターンの拡大を目指すものである。日本版スチュワードシップ・コードでも同様の定義を定めている。これを果たすためには投資先企業の状況をモニタリングする必要があり、企業報告、とりわけ中長期という時間軸で考えると、ESG情報の重要性は一層増している。

## 投資家と評価機関によるESGリサーチ

機関投資家によるESGリサーチには主に、自社アナリストによるESG分析と、ESG評価機関によるレーティングやレポート利用の2種類がある。投資家はそれぞれ独自のメソドロジーを持っており、より株価リターンに有意なESGファクターの研究も行っている。

ESG評価機関はグローバル・イシューに基づいた独自の評価基準で企業の開示情報を評価し、投資家からのニーズに応えるべく、レーティングやレポートの提供を行っている。近年はニュースフローを含むオンライン情報をリアルタイムに評価するTruvalue Labs等のAIを活用する機関にも注目が集まっている。またファンドにもESG評価が付与されるなど、存在感が増している。ESG評価の問題として、評価手法が透明性に欠けていることや企業評価のバラつき、業種や地域のカバー範囲の偏り、評価とコンサルティング業務の利益相反等が指摘されている。IOSCO(証券監督者国際機構)は2021年11月にESG評価・データ提供機関、それに関係する投資家・企業への期待を提言した。金融庁も2022年7月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範(案)」を公表するなど、規制当局による監視が強化されている。

### ICGN

International Corporate Governance Networkはグローバルの機関投資家を中心に1995年に設立。効率的な市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なコーポレートガバナンスの構築と投資家のスチュワードシップの醸成を目的としている。

### ESG評価機関

ESG評価機関は企業の開示情報(一部機関はアンケート回答を活用)をベースに評価を行う。機関投資家の多くはESGデータの客観性の担保や調査コスト削減のため、ESG評価機関のデータを利用する。GPIFが採用するESG指数も、著名なESG評価機関であるMSCI、FTSE Russell、Trucost、RepRiskのリサーチを利用している。このほか、SustainalyticsやS&Pグローバル(旧RobecoSAM)、ISS-ESG(旧Oekom)、Vigeo EIRIS、REFINITIV(旧ASSET4)も日本企業が多くカバーされている。

## インベストメントチェーン改革とESG投資



出典：当社作成



# 開示基準の動向

## 開示基準の動向

開示基準は財務報告とサステナビリティ報告それぞれの分野にある。従来サステナビリティ報告は大部分が任意開示であったため、様々なコンセプトに基づく基準が数多く存在する。サステナビリティ報告基準の主流は2000年に初版が発行されたGRIスタンダードだった。GRIはマルチステークホルダーが対象であるため、投資家には必ずしも有用ではない。そこで投資家向けサステナビリティ報告基準を策定すべく、SASBが2011年に誕生し、業種別サステナビリティ開示基準を公表した。気候分野ではCDSB(Climate Disclosure Standards Board)も開示フレームワークを提供し、CDPは気候変動、水、森林といった自然資本について企業に公開アンケートを実施している。また金融市場の要請を受け、TCFDが2017年に気候関連財務情報開示フレームワークを公表した。投資家のサステナビリティ情報ニーズが高まるにつれて開示基準は林立し、投資家や企業に混乱をもたらしている。

市場からの開示基準の収斂(コンバージェンス)の要求を受け、IFRS財団は2021年11月に開催されたCOP26でISSBを設立し、グローバルベースラインとなるサステナビリティ報告基準の策定を進めている。2022年には、IFRS財団はCDSBとVRFを吸収し、リソースとして取り込んだ。ISSBは2022年3月に様々なサステナビリティテーマに適用される一般開示原則と、気候関連開示基準の公開草案を公表し、2023年の可能な限り早い時期の最終化を目指している。また将来の優先事項の市中協議も2023年の早い時期に予定している。またIFRS財団は財務情報とサステナビリティ情報の結合性も検討している。

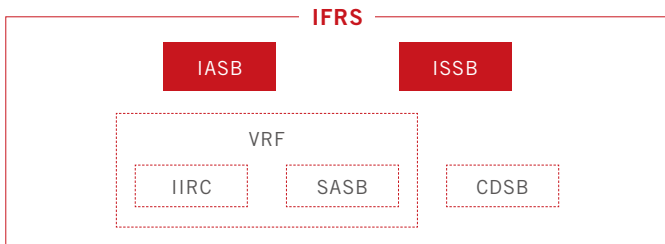
現在、欧米を中心に各国でサステナビリティ情報開示規制強化の動きがあるが、これらはISSB基準との技術的な互換性がみられず、企業や投資家、会計士からは懸念の声が高まっている。整合性が図られるよう、ISSBをはじめとした関係者の緊密な連携が求められている。

SASB  
Sustainability Accounting Standards Board: サステナビリティ会計基準審議会は、2011年設立。投資家向けの情報開示基準として、業種別のサステナビリティ開示基準を2018年に公表。IIRCと統合してVRFとなった後、IFRS財団に統合された。SASBスタンダードは現在も活用されている。

TCFD  
Task Force on Climate-related Financial Disclosures: 気候関連財務情報開示タスクフォースは、2015年12月にFSB(Financial Stability Board: 金融安定理事会)によって設立。金融の安定性という文脈から気候変動について議論している。2017年6月に「気候関連財務情報開示に関するタスクフォースの提言」を公表。2018年に経済産業省からTCFDガイダンスが公表された。2021年10月、TCFDは全セクター向け実践ガイダンスを改訂した。

ISSB  
International Sustainability Standards Board: 国際サステナビリティ基準審議会は、IFRS財団がIASB(国際会計基準審議会)と対になる組織として2021年11月に設立し、サステナビリティ開示基準策定を進めている。グローバルな首尾一貫性と比較可能性を実現するため、ISSBがベースとなる報告基準を設定し、そのベースの上に各国がそれぞれの優先順位に基づいて、より広範または特定の開示要求事項を追加するという、ビルディング・ブロック・アプローチを採用。

## 開示基準策定組織の俯瞰図



出典: 当社作成(点線は合併等による旧組織)

# マテリアリティの定義

## マテリアリティの定義

「マテリアリティ(重要性)」は、あらゆる企業報告における基本的な概念で、企業に対する投資家をはじめとした情報利用者からの評価や意思決定に影響を及ぼす情報やその判断基準をさす。情報利用者は、投資家と、投資家を含むマルチステークホルダーの2つに大きく分けられる。投資家の投資哲学や手法は多様であるが、メインストリームの長期機関投資家を想定した場合、それぞれフォーカスする観点は、投資家は「企業価値(下図の赤・朱色領域)」、マルチステークホルダーは「環境・社会(下図の灰色領域)」であるといえる。日本企業の開示において「マテリアリティ」は、「重要課題」という意味で使われることも多い。

マテリアリティの定義は、開示基準によってそれぞれ異なる。その差異や複雑性が企業や情報利用者に混乱をもたらしてきたが、近年、サステナビリティ情報開示基準や規制導入とともに、マテリアリティの定義についても再整理が進んでいる。グローバルなサステナビリティ情報開示基準の策定を進めているIFRS財団傘下のISSBは、2022年3月に公開した公開草案の中で、マテリアリティ評価は「一般目的財務報告の利用者が企業価値を評価するために必要な情報の文脈で行わなければならない」と定義し、財務報告に関する概念フレームワークと整合性がとられているが、「重要性の判断は、一般目的財務諸表についての判断とは異なることとなる」とし、シングル・マテリアリティ・アプローチを採用している。一方、マルチステークホルダーを対象とした場合は、企業活動が社会・環境に与えるインパクトの大きさによってマテリアリティは判断される。GRIスタンダードにおいては、「組織が経済、環境、ならびに人権を含む人々に与える最も著しいインパクトを表す項目」と定義している。この二方向の考え方の整理はEUが提示したもので、両者を考慮した場合は、ダブル・マテリアリティ・アプローチと呼ばれる。これらは二項対立のようにみられることもあるが、実際のサステナビリティ課題は急速に位置付けが変化することも多く、二項の区別に過度にとらわれないよう留意すべきである。

シングル・マテリアリティ・アプローチ  
サステナビリティ課題が企業の財務パフォーマンスに対して影響を及ぼす事象を財務マテリアリティと呼ぶ。この一方向の影響のみを考慮したマテリアリティの考え方。ISSB基準案や米国の気候関連開示規則案、日本のサステナビリティ開示規制においてはこの考え方が原則採用されている。

ダブル・マテリアリティ・アプローチ  
企業活動が地球のサステナビリティ課題に対して影響を及ぼす事象を環境・社会マテリアリティと呼ぶ。財務マテリアリティと、環境・社会マテリアリティの二方向の影響を考慮したマテリアリティの考え方。EUのサステナビリティ開示規制はこの考え方を採用している。

ダイナミック・マテリアリティ  
財務マテリアリティと環境・社会マテリアリティは、定義上は区分されるが、近年のサステナビリティ課題の深刻化に伴い、時間の経過とともに動的な位置付けとなることを示した考え方。

## 各マテリアリティ領域における開示基準と情報利用者



出典：ISSB資料を参考に当社作成

# 欧州と米国の動向

## 欧州の動向

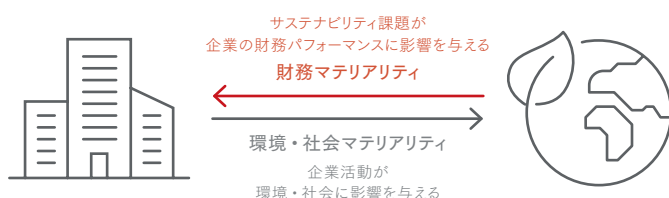
欧州は2018年にサステナブル・ファイナンス政策を打ち出し、規制を強化している。EUタクソノミーの法制化や2014年に非財務情報開示を義務化したNFRD(非財務情報開示指令)の改正案であるCSRDが2021年、コーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令案も2022年2月に公表された。また金融機関向けの規制としてはSFDRが段階的に適用されている。EUではサステナビリティについて、「企業への財務影響」と「環境・社会への影響」の両面からの開示を求める「ダブル・マテリアリティ」の考え方を採用している。

英国では会社法において統合報告であるStrategic Reportを開示することを2013年から義務付けている。2020年にはTCFD開示義務付けに向けた5年間のロードマップを示し、2021年にプレミアム市場上場企業に対してコンプライ・オア・エクスプレインでの開示を要求し、大規模非上場企業に対しても義務化の範囲を拡大している。

## 米国の動向

米国はサステナビリティ課題の個別テーマについて開示規制がある。2010年、Form10-Kで気候変動リスクについて開示すべきという解釈指針を出し、2012年にはドッド・フランク法で紛争鉱物の使用についての開示を義務付けた。気候変動については、トランプ政権時に消極的だったものの、企業や州レベルでは脱炭素に向けた動きもあった。バイデン大統領の就任後、急速に議論が進んでいる。人的資本については、2020年8月からSECが開示を義務化。2022年3月、気候関連開示の規則案も公表された。また2019年、米国の経済団体ビジネス・ラウンドテーブルは株主至上主義を見直し、ステークホルダー資本主義への移行を宣言しており、伝統的な資本主義の大きな転換期を迎えている。

## ダブル・マテリアリティ



出典：EU資料を参考に当社作成

### EUタクソノミー

EUのサステナブル・ファイナンスに関する定義付けである経済活動分類。2050年カーボンニュートラル達成のために、投資家の資金をサステナブルな投資案件に適切に誘導することを目的としている。2021年4月に気候分野が先行して公表された。気候以外の環境課題や社会タクソノミーも順次提案されている。EU加盟国政府や金融市場参加者のほか、企業に対してもEUタクソノミーに準拠した売上高比率や設備投資・費用比率の開示が求められる予定。

### CSRD

Corporate Sustainability Reporting Directive: コーポレート・サステナビリティ情報開示指令。2021年4月、欧州委員会が上場企業・大企業に対してサステナビリティ情報開示を要求したCSRD案を公表。適用範囲が大幅に拡大したため、日本企業にも影響がある見込み。EFRAG(欧州財務報告諮問グループ)がGRIと協働して2022年4月に欧州サステナビリティ報告基準(ESRS)案を公表した。

### SFDR

Sustainable Finance Disclosure Regulation: サステナブル・ファイナンス開示規則。2021年3月から段階的に適用が開始された、金融サービスセクターにおけるEUの規制。EUの投資運用会社等に対し、商品単位・法人単位で「どの程度サステナブルか」について透明性や比較可能性を高めるため、開示義務を課している。

# 日本の情報開示規制

## 制度開示と任意開示

企業にはアカウンタビリティという義務がある。株主・投資家に対して使われる概念だが、その他のステークホルダーを対象として広義で使われることもある。その主な方法である「情報開示」は、制度開示と任意開示に分かれる。制度開示にはハードローとソフトローがある。日本においては、前者が有価証券報告書や招集通知(参考書類や事業報告書、計算書類を含む)、後者はコーポレートガバナンス報告書がそれにあたる。また制度開示書類の中でも形式的なルールにとどまらない自主的な開示を推奨するため、金融庁は2019年に「記述情報の開示に関する原則」を公表した。任意開示書類の代表的なものとしては、統合報告書やサステナビリティレポートがある。統合報告書を発行する企業等は800社にせまり、サステナビリティサイトも近年急速に充実化するなど、日本企業は任意開示に対しても積極的に取り組んでいる。経済産業省からは価値協創ガイダンスが公表されるなど、奨励されている環境にある。

記述情報の開示に関する原則  
金融庁が2019年3月に公表したガイダンス。2020年3月期の有価証券報告書から適用される開示ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実に向けて、作成された。同時に公表された「記述情報の開示の好事例集」には統合報告書からも引用されている。今後改訂が見込まれる。

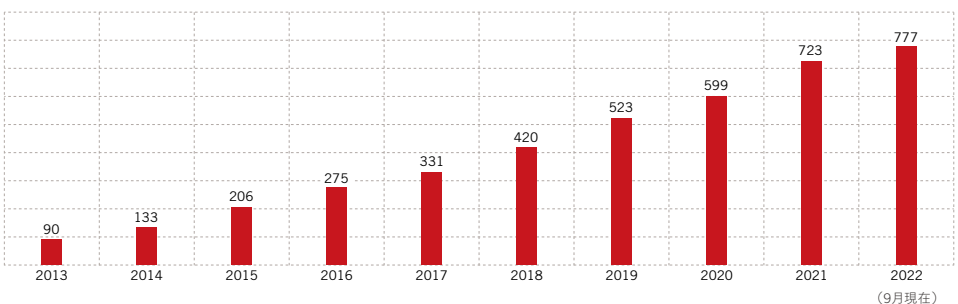
### 価値協創ガイダンス

経済産業省が2017年5月、企業と投資家の共通言語としてまとめた。「伊藤レポート2.0」の添付文書で、企業の持続的な価値協創を投資家に伝えるための全体像が整理されている。2022年に改訂された。

## サステナビリティ情報開示義務化の動向

日本におけるサステナビリティ情報開示の義務化は欧米と比較して後れをとっていたが、2021年改訂のコーポレートガバナンス・コードで、制度開示書類の中で初めて明示的に要求された。2022年6月に公表されたディスクロージャーワーキング・グループ報告においては、有価証券報告書における義務化が提言された。提言にはTCFDに沿った気候関連情報、人材育成方針／社会環境整備方針、男女間賃金格差／女性管理職比率／男性育休取得率、取締役会・指名委員会・報酬委員会の活動状況の開示要求が盛り込まれている。またISSB基準は制度開示が想定されているが、これの適用についての議論はSSBJ(サステナビリティ基準委員会)で検討が続けられている。

## 国内自己表明型統合報告書発行企業数の推移



出典：企業価値レポート・ラボ

※ 編集方針等において、統合報告書であることを表明しているレポート、または、財務・非財務情報を包括的に記載しているなど統合報告を意図したと思われる表現があるレポートを、自己表明型統合報告書としてカウントしている。

# ダブル・コードと統合報告書

## ダブル・コードと統合報告書

日本はESG投資やコーポレートガバナンス改革において世界から後れをとっていたが、これに終止符を打ったのがアベノミクス第三の矢、日本再興戦略である。日本企業の稼ぐ力を取り戻すための改革の本丸としてコーポレートガバナンス改革が位置付けられ、投資家に対しては「日本版スチュワードシップ・コード」、企業に対しては「コーポレートガバナンス・コード」が導入された。これらは、英国で既に導入されていた2つのコードを参照している。2つのコードは「ダブル・コード」とも呼ばれる車の両輪であり、企業と投資家の両者が建設的な対話(エンゲージメント)を行うことで、持続的な経済成長を目指している。

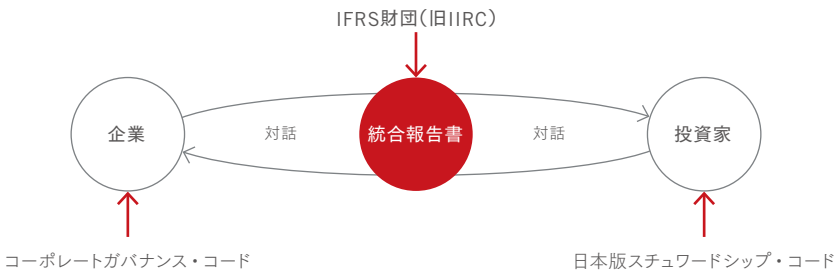
日本でESG投資を強力に推し進めているのはGPIFである。日本版スチュワードシップ・コードは改訂を重ね、アセットマネジャーはスチュワードシップ活動の強化を一層求められており、投資先企業に対する見方がますます厳しくなっている。2021年に再改訂されたコーポレートガバナンス・コードも、2022年の市場再編における新市場区分のプライム市場上場企業に対しては、より高い水準が示された。

2つのコードをより実質化するためのツールの1つが、統合報告書である。対話に活用できるレポートとするためには、経営層がコミットし、作成プロセスにIR部門だけでなく、サステナビリティ部門、経営企画部門、経理・財務部門などが組織横断的に関わるのが不可欠である。統合報告書は社外ステークホルダーとの対話ツールといわれながらも、作成の過程で社内の対話が活性化される例も多くみられる。統合報告書への挑戦をきっかけに組織改編をする企業もあり、まさに統合思考による経営改革が起きている。

日本版スチュワードシップ・コード  
2014年に金融庁が導入した、金融機関向けのコード。2017年に改訂版、2020年に再改訂版が公表された。投資家等が果たすべき8つの原則が示されている。再改訂版では、ESGを含むサステナビリティへの考慮を求めることが明記された。署名数は322機関(2022年9月現在)。

コーポレートガバナンス・コード  
2015年に金融庁が策定し、東京証券取引所が上場会社に対して適用した。2018年に改訂、2021年に再改訂版が公表された。全原則の実施または説明(コンプライ・オア・エクスプレイン)を求めている。このうち14原則はコーポレートガバナンス報告書において、情報開示が義務化されている。2021年版からはプライム市場上場企業にのみ適用される原則が設定された。

## 日本の成長戦略における統合報告書の位置付け



コーポレートガバナンス改革

出典：経済産業省資料を参考に当社作成

# GPIFのステュワードシップ活動

## GPIFのステュワードシップ活動

GPIFはユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家であるため、ESG投資を行うことが安定的なリターンにつながるとし、ステュワードシップ活動を推進することで日本におけるESG投資をけん引している。またPRIをはじめとした国際的なイニシアチブへの参画や、世界のアセットオーナーと長期志向とESGに関する共同声明を公表するなど、様々な活動がある。

中でもIR実務に影響の大きい活動は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の公表である。2021年も100社以上が選ばれ、アワードの常連である一部の大企業だけでなく、幅広い企業のグッドプラクティスが共有された。

もう一つは2017年7月から採用を始めたESG指数である。当初採用された3つのESG指数は、時価総額上位約500社を選定対象とした、「FTSE Blossom Japan Index(ESG総合型)」「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数(ESG総合型)」「MSCI日本株女性活躍指数(WIN)(社会テーマ型)」で、この3指数は「ESG情報開示」に対する評価が高い企業が選定される設計となっている。またFTSEとMSCIは2020年以降、日本企業カバー数を1,100社以上まで拡大させ、中小型株も組み入れられるようになった。「環境テーマ型」はグローバル株式へと範囲を広げて再公募し、2018年9月に「S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数」として国内株式・外国株式の2指数を採用した。この指数には情報開示に加え、炭素効率性が考慮され、国内株式指数が約1,800銘柄、外国株式指数約2,300銘柄と幅広い企業の組み入れがある点が特徴である。このほか、2020年から外国株のみを対象にした2指数、2022年からFTSEのESG指数を新たに採用した。これら計8本のESG指数運用資産額は2022年3月末現在、12.1兆円まで拡大している。

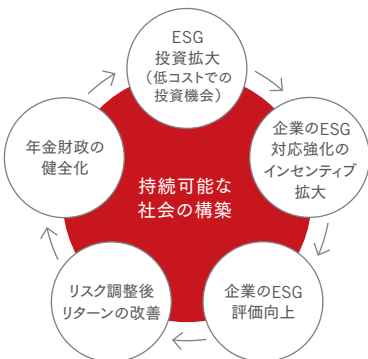
### GPIF

年金積立金管理運用独立行政法人。日本の国民年金を預かる世界最大のアセットオーナー。約193兆円(2022年6月末現在)という資産残高を持ち、ESG投資は株式だけでなく、債券や不動産などのアセットクラスにも広げている。自家運用をせず、すべて運用機関に委託している。

### ユニバーサル・オーナー

資本市場全体を幅広くカバーする株式所有者をさす。大手機関投資家は、事実上、広く分散されたポートフォリオに長期に投資することになるため、経済外部性を考慮することがリターン向上に資すると考えられている。

## GPIFが考えるESG投資の好循環



出典：GPIF

# 企業価値の捉え方

## 企業価値の捉え方

企業価値については様々な見解がある。一般的には株主価値・経済価値として株式時価総額や、DCF法等で算出される企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値等をさす。ISSBの公開草案では「企業の総価値であり、企業の持分の価値(時価総額)および純債務の価値の合計」と定義し、「短期、中期および長期にわたる将来キャッシュフローの金額、時期および確実性、並びに企業のリスク・プロファイル、ファイナンスへの企業のアクセスおよび資本コストに照らした当該キャッシュフローの価値についての予想を反映する」とされている。一方、企業価値をより広く捉える見方もある。それはステークホルダーにとっての価値であり、株主、顧客、従業員、取引先、社会コミュニティ等の価値から構成され、その総和が企業価値という考え方である。これは、幅広いステークホルダー価値を高めることが、中長期的な収益力や財務的な競争力を高め、結果的に株主価値を高めるという見方でもできる。

企業間、また投資家間でもその見解は一樣ではないが、特に企業と投資家では異なる文脈・時間軸で使っている場合があり、効果的な対話のためにはギャップを埋める必要がある。特に近年、サステナビリティ課題の深刻化や欧州の政策動向の影響によって、企業が持続的に企業価値を向上させるためには、ステークホルダーへの長期的かつ持続的な価値提供が前提となるとの声が強くなっている。ただし日本企業に対しては、収益や企業価値との関連性を見失い、ステークホルダーに対する利益一辺倒に陥ると、長期的な価値向上や経営変革に向けた取り組みを阻害する恐れがあると指摘する声もある。日本企業は「稼ぐ力」の確立を前提に、ステークホルダーに価値を提供し、それを持続的な収益の創出と競争優位のさらなる強化へとつなげていくことで、企業価値の向上を達成することが求められている。また、企業価値の表現方法も一樣ではない。他社の真似ではなく、企業自身が大事にしている視点に基づき、自由に企業価値を表現することが肝要である。

DCF

Discounted Cash Flowの略。企業価値算出における一般的な手法であるDCF法は、事業が生み出す将来キャッシュフロー全体を割引率で割り引いて企業価値を算出する方法。この割引率に資本コストが用いられ、これを下げる方法の1つが情報開示になる。

## 企業と投資家における企業価値認識のギャップ



出典：伊藤レポートから当社作成

# ESG起点のコーポレートレピュテーション

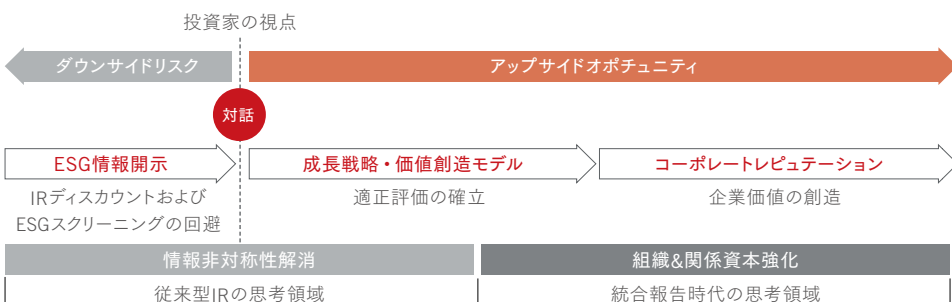
## 企業価値創造のためのESGコミュニケーション

投資家の視点は、将来の持続的成長性をみるアップサイドオポチュニティと、投資リスクをみるダウンサイドリスクからなり、ESG要因は企業のダウンサイドリスクを判断するための材料になる。企業側からみると、経営におけるESG対応とESG情報開示を疎かにすると、株価を低迷させる要因になり得るといえる。しかしESG情報だけでは企業の競争力や将来の成長力は測れない。統合報告書においては、自社の成長戦略や価値創造ストーリーを描かなければ意味がない。中長期のESGリスクを想定しつつ、これを事業機会として捉え、事業を通じて社会課題の解決を図っていくための戦略提示が求められている。これはCSVとも呼ばれ、企業価値の向上につながり、企業経営を変革させる力にもなる。統合思考の経営を実践する上では、投資家をはじめとする様々なステークホルダーとの対話を重視しなければならない。そこから得られた認識ギャップを埋めていく中で、企業のレピュテーションは確立され、コーポレートブランドが構築される。

## SDGsと新しい資本主義

SDGsは社会課題に関する共通言語として位置付けられている。政府による「SDGsアクションプラン」の推進や、2017年に改訂された経団連企業行動憲章にSDGsが取り入れられたことも、企業に広く認知される要因となった。GPIFもSDGsを企業にとっての事業機会、投資家にとっては投資機会と捉え、委託運用機関に対してSDGsを考慮するよう求めている。SDGsはグローバル目標であるが、日本の成長戦略である新しい資本主義とも親和性は高く、取り組む日本企業が急増している。SDGsの認知の広がりとともに、見せかけだけのPRにとどまるウォッシュも問題となっており、UNDP(国連開発計画)はSDGインパクト基準も提供している。

## ESGの2側面



出典：当社作成

### レピュテーション

企業価値を図る尺度の1つ。良いレピュテーションを確立することは、株主や顧客、従業員などステークホルダーとの関係性を高め、ブランディングや業績、株価の改善に寄与するなど、企業価値向上につながる。

### CSV

Creating Shared Value：共有価値の創造。経済価値と社会価値を両立させるといふ新しい企業の競争戦略。競争戦略論の大家、マイケル・ポーター氏が提唱した。

### SDGs

Sustainable Development Goals：持続可能な開発目標。国連で採択された、2016年から2030年までに達成すべき17の目標。2000～2015年目標であったミレニアム開発目標(MDGs)と異なり、政府だけでなく企業をはじめとした民間セクターの参加を強く求めている。



# 2022年のトピック

## 人的資本開示

企業価値や競争力の源泉として無形資産の占める割合は増えてきており、特に人的資本への注目が集まっている。持続可能な企業価値向上を実現するためには、ビジネスモデルや経営戦略のみならず、これらに連動した人材戦略が不可欠である。コロナ禍によって、人々を取り巻く環境や働き方が大きく変わり、課題は一層明確になってきた。投資家も中長期的な投資戦略の重要項目の1つに人材投資を挙げている。

重要性の高まりに伴い、各国で人的資本にフォーカスした開示規制や基準等が近年提案されている。2018年、人的資本に関する網羅的な情報開示のガイドラインとしてISO30414が公開された。米国では2020年に人的資本に関する開示規制が導入され、日本においても2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードに新たに盛り込まれ、今後は有価証券報告書での開示義務化も見込まれている。

岸田政権が打ち出す「新しい資本主義」においても人的資本は第一の重点投資領域に挙げられ、内閣官房に設置された非財務情報可視化研究会から「人的資本可視化指針」が2022年8月に公開された。これは人的資本に関する資本市場への情報開示の在り方に焦点を当てた指針で、取締役・経営層レベルで密な議論を行った上で、自社の経営戦略と人的資本への投資や人材戦略の関係性(統合的なストーリー)を構築し、開示することを求めている。開示にあたっては、「独自性」と「比較可能性」のバランス、また「価値向上」と「リスク」を明瞭に開示することが留意点として提言されている。

## 社会的インパクト

投融資におけるインパクトの考え方は様々である。例えば、適切なリスク・リターンを確保しながら環境・社会・経済へのインパクトを意図して取り組む手法から、財務リターンの水準が確認されない、または市場水準以下の財務リターンをもって取り組む手法まで幅がある。投融資の判断をリスクとリターンの2次元から、インパクトを加えた3次元へと拡張する可能性があるが、その際にそれらの関係をどう理解すべきか、インパクトをどのように評価し、測定するのが良いかといった論点は、議論の途上にある。

PRIは投資家が長期で投資パフォーマンスを改善するには、ESGインテグレーションに加えてインパクトインテグレーションも採用する必要があるとの考えを示し、これを促進するための法的な環境整備の検討を進め、欧州連合やカナダ、日本、英国、豪州の政策担当者との対話も実施している。

## 特別対談

# より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—



第一生命保険株式会社  
責任投資推進部長

### 岡崎 健次郎 氏

1994年第一生命保険相互会社に入社。2002年よりニューヨークにて運用調査業務に従事し、帰国後、外国債券投資、オルタナティブ投資業務等を担当。2013年より海外生命保険事業に従事し、2016年より豪州勤務、2020年に帰国し外国債券部長。2022年4月より現職。

一般社団法人  
機関投資家協働対話フォーラム 理事

### 大堀 龍介 氏

1987年野村證券株式会社入社、海外投資顧問室配属。以後、野村総合研究所への出向を含めてセルサイド・アナリスト業務に従事。1996年、JPモルガンの資産運用部門にバイサイド・アナリストとして入社。調査部門を統括する調査部長を経て、2009年日本株CIOに就任。2017年JPモルガンを退職。投資家フォーラム運営委員。前田道路株式会社社外取締役。

ファシリテーター  
株式会社エッジ・インターナショナル  
統合報告アドバイザー本部  
ESGアドバイザー部 部長

### 江森 郁実

「企業価値」について、内外のトレンドも踏まえてどう捉えるべきでしょうか。課題認識も教えてください。

**大堀** 私は株のアクティブ投資の観点から、ISSBの直近の公開草案での定義に注目しています。IFRS S1号(サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項)の付録A(用語の定義)において、企業価値とは時価総額と純債務(Net Debt)の合計であると書いてあり、また案本体でも企業価値評価にはサステナビリティ関連財務情報が不可欠、かつ企業価値は将来キャッシュフローの予想を反映するとされています。投資家が「企業価値」と聞いてまずイメージする、その部分を出発点とするのが一番わかりやすいと思います。

現在の企業会計をめぐるのは、自然価値や人的資本など、より総合的に価値を捉えるべきだ、といった批判があります。確かに米国や英国で、行きすぎた株主第一主義の是正がなされるのは当然ですし、企業価値の定義についても、今後議論を進化させていくことに全く異論はありません。ただ日本の場合、少し状況が違うのではないのでしょうか。こうした動きに引きずられて、「投資家にとっての企業価値」の開示ニーズに十分に答えられないまま違う方向に力を入れてしまえば、本末転倒です。非財務やESG情報の開示拡充は歓迎しますが、それを口実に、本筋の部分を希薄化しないでほしいのです。

**岡崎** 我々は生命保険会社ですので、将来世代を一番のステークホルダーと考えています。その観点から言うと、企業存続の条件は、社会がサステナブルであることと、企業がその中でいかにサステナブルであるかということになります。今、ゲームのルールが変わってきていて、どのように企業価値を創造し、社会に貢献していくのかを自ら主体的に考え、そのためのルールづくりを進めていく発想が競争力の源泉になってきていると感じます。

日本企業は従来、規制など「外からのルール」に従って、それをうまく改善しながら企業価値を作ってきた経緯があったわけですが、今までのような受け身の発想では、なかなか成長機会が得られません。新しい動きにやっとキャッチアップしたと思ったら、もう新しい動きが始まるという具合に、常に後手後手に回ることを強いられるからです。従って、アジャストしてついていくのではなく、考え方を変えて、自社は何ができるのかというところから出発する発想が必要になるわけですね。

ただし「自分たちの企業活動そのものが社会貢献だ」で済ませてしまうのは、開示として不十分です。自社が具体的にどのような価値を社会に与えているのか、投資家や社会の皆様にと定量的に示していくべきだと思います。

**大堀** 開示のルールづくりに関してですが、ISSBが今、意見を募集しているような短中期的な時間軸では、将来キャッシュフローを現在価値に割引く際に織り込む要素として、多くの人がすんなり腹落ちする形でブラッシュアップするのが現実的でしょう。一方、理想的な形で無形資産をB/SやP/Lに反映するという長期的なゴールは、非財務情報はそもそも原則主義でないと対応しにくい部分もあるので、そう簡単ではない。

日本は短中期的な観点でも国際的なルールメーカーへの働きかけを継続し、主張を反映させる努力は地道に続けるべきです。それとともに、財務会計への反映を含む将来的な枠組みに関しても早くから視野に入れて、知見の蓄積やルールメーカーに見解を伝えることも必要です。

## より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—

---

今触れられた、「無形資産」についてももう少し詳しくお聞かせください。

**岡崎** 無形資産は企業価値のかなりの部分を占めています。ただそれが、具体的にどのようなプロセスでキャッシュフローに結び付き、企業価値を形成していくのかということになると、十分明確になっていません。これは企業の説明と投資家の理解、双方に課題があります。企業の説明に対し、投資家も対話の場で「ここには収益機会／リスクがあるのではないか」といったフィードバックを行い、無形資産をどのように価値として定量的に示していくか、互いにレベルアップすべきでしょう。

今、各方面で様々なガイドラインが示されていますが、提唱されている開示項目は企業にとっては多すぎるかもしれません。その中で自社に最適な開示の在り方は企業自身が判断すべきことです。それを進めてこなれていく形を目指したいですし、我々も企業に求めていきたいと思えます。

**大堀** 企業の独自色を出すべきというのは大賛成です。開示項目に関して、あまり細かいルールやマニュアルを作ってしまうと、弊害が出てきます。その会社の経営者が重要視するKPIが「ルールの要求項目でないから皆様に理解されなだろう」という理由で開示されない、あるいは「数字として出せるから」という理由で、本当は重要でないKPIばかり開示されるのも、どちらも困るんですね。この点に関して、私も参加している経済産業省の研究会などでは、開示内容の「比較可能性」と、企業ごとの「独自性」のバランスを強調しています。

実際、具体的な開示の在り方はどこの会社も試行錯誤です。ようやくGHGのスコープ1、2や男女の賃金格差などがコンセンサスのある開示指標として一般的になりつつある段階で、このような基本的な開示項目には比較可能性が求められますが、ここから野放図には広げない方がいいと考えます。他に企業が重視するトピックがあるのなら、比較可能性に拘泥することなくそれらを自由に強調すべきです。

ところで無形資産の扱いをめぐるっては、IASBで今でも続いている議論があります。知的資産やノウハウ、ブランド価値といったものが、企業買収時には「のれん」として計上されるのに、平時にまったくカウントされないのは、おかしいのではないかとこのものです。これは非常に筋の通った問題提起で、議論をより深めていくべきでしょう。もっとも、非財務情報を会計に取り込むとなると、定量化も難しいですし、原則主義の方が馴染む性格を持っています。



この点に関して、多くの投資家が「認識(recognition)よりも、まず開示( disclose)を」と主張しています。—B/Sにのっていない知的資産等があれば、別途丁寧に開示し説明してほしい。投資家はその説明を聞いて、必要ならば自分でB/SやP/Lに反映するでしょう。だから根拠や前提条件が不明なまま、一足飛びにB/Sに計上するのはやめてほしい、と言うのです。のれんのような比較的わかりやすい部分ですら、こうした論争があるわけです。個人的には、無形資産が大事だからといって、拙速に話を進めるべきでないと感じています。

**岡崎** 比較可能性と独自性の話に戻りますが、当然比較可能性は重要で、最低限の数字は開示してもらいたいです。しかし、それだけで評価をしているだけでなく、我々も株式や債券など複数の投資手段がありますが、中長期的な企業価値を高めるという基本的な考え方は一緒です。債券であれば企業の健全性は評価しますが、そこもバランスが重要で、今後の企業の持続的成長も見るとともに、企業には自由に表現してもらおうのいいと思います。

そこで気になるのが、果たして企業が自ら納得感のあるストーリーを語れているかです。日本企業はベンチマーキングが大好きなので、あるトレンドに横並びで乗ろうとしますよね。でも自分たちが消化不良なものを形だけ整えて開示するのは、かえってネガティブな評価につながりかねません。逆に、一般的な開示項目・手法ではなくても、自社が重要だと考える内容を表現できていれば、それは十分意味のある開示です。開示ルールや枠組みといっても、1つの決まった方式が存在するわけではありません。自分たちがそれで説明できるか、1回使ってみるのはいいかもしれませんが、有効でなければ自由にやればいいのです。

## より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—



**大堀** 例えば、価値創造ストーリーの説明というと、すぐ旧IIRCが提唱したオクトパスモデルに基づく「価値創造プロセス」図が持ち出されますが、あれは決めごとではありません。投資家やその他のステークホルダーは、あくまで経営者が何を考えているかを知りたいのです。多少時間がかかってもいいので、きちんと腹落ちしたものを出してほしい。出遅れを恐れて性急に事を進めるのは、後戻りできないこともあるのでやめた方がいいと思います。

そうして各社が独自性のある開示を進化させ、非常に効果的な開示と認められれば、それが新たなルールに取り込まれることもあるでしょう。ルールづくりへの貢献とは、コメントレターを出すことだけではありません。政府や官公庁だけでなく、企業もその主体となり得るわけですね。日本企業が不得意な領域かもしれませんが、自由で積極的な取り組みに期待しています。

---

投資における「社会的インパクト」については、  
どのように考えると良いでしょうか。

**岡崎** 我々は従前から、様々なアセットクラスでインパクト投資に取り組んでいます。2021年に「インパクト志向金融宣言」に署名しましたが、財務的リターンと社会・環境課題解決の両立を目指す投資が、日本でも大きな流れになってきたと感じています。

他方、改めて「インパクト」とは何かと考えると、難しい問題がある。意図する・しないにかかわらず、あらゆる投資行動が正負のインパクトを伴うからです。そうしたインパクトの計測も、今や企業や投資家の社会的責任です。従って、より根本的には、すべての投資においてインパクトを意識

した投資行動が必要で、「投資すべてがインパクト投資」とも考えています。企業は自社の活動のインパクトを意識し、戦略やKPIに落とし込んで開示する。投資家はその開示をもとに、投資のインパクトを判断していく。そうした関係性が成立し、より大きく広がっていくことを期待しています。

**大堀** インパクト投資とは、簡単に言えば、「リスク」「リターン」という伝統的な株式評価の2軸に、「インパクト」という第3軸を加える試みですよ。こうした取り組み自体は、近年の社会的要求の高まりを反映しているものの、最初の2軸が厳然として残っているという点では、以前の議論から大きな飛躍はありません。

とはいえ、インパクトの議論を深掘りしていくと、「測定」の問題に直面します。例えば、公害や児童労働によるブランド毀損のような外部性が企業価値に及ぼす影響、つまりシングル・マテリアリティの視点については、一定の条件付きでありながらこれまでも測定が試みられてきました。そしてこの部分なら、株価や時価総額というマーケットの評価が使えます。しかし一方的に外部性を測定しようとする、ハードルが上がるのです。様々な研究も進んでいますし、カーボンプライシングのように比較的アプローチしやすいものもありますが、こうした評価は、基本的にマーケットの関与がないので難しい。企業側がいくら「この取り組みには10億ドルの価値がある」と力説したところで、誰もその数字に納得感のある検証ができません。

インパクト投資の最終形がまだまだ見えない段階では、インパクト投資そのものに資金がどんどん流れ込んで、皆様がそちらにいくような想定はできないと感じます。じっくり時間をかけて、解決策を模索すべきではないでしょうか。

**岡崎** ご指摘の通り、インパクトの表現・数値化は悩ましいところです。我々もインパクト投資を行う際は、事前に企業と話し合い、目標とKPIの設定・開示を求めています。ただ、こうした開示の方法が標準化されていないので、各社やその戦略ごとに、採用されるKPIがバラバラです。GHGのような共通指標もありますが、インパクトの数値化—金銭的価値や寄与度の数値的な評価は、まだ道半ばでしょう。だからまずは、企業自身が実現できると思う価値を表現してもらい、それをもとにしっかり議論し、投資家も納得できる定量的なKPIを策定してモニタリングしていく。今はまだその段階だと考えています。

**大堀** 例えば、教育支援によって現地の識字率がこれだけ上がった、といったインパクトはモニタリング可能です。ただ、それを金銭的価値に落とし

## より包括的な企業価値の伝え方とは

—無形資産とインパクトを手がかりに考える—

込むのが難しい。現在いくつかのプロジェクトで、インパクトの金銭換算が試みられていますが、まだ試行錯誤で発展途上段階だと思います。インパクト投資がかなりの規模で実施され、例えば年金資金がそこに大々的に入ってくるには、インパクトの定量化が透明性の担保として必要でしょう。

**岡崎** 先ほどの企業価値の話につながってきますね。キャッシュフローに結び付く企業価値に、企業の社会的価値を合算して、「サステナブルな社会における企業価値」として提示するためには、後者が金銭に換算できなければなりません。実際、様々な場所でインパクトについてディスカッションしますが、リターンとインパクトがトレードオフの関係で良いと考える関係者はあまりいません。それらは両立可能であるべきだし、我々もそういう投資をしていきたいと思いますので、越えないといけないハードルだと思います。

---

日本企業の統合報告書について、ご要望はありますか。

**大堀** 3点要望したいのですが、まず第一に、もう少しネガティブな話ものせていただきたい。実は4、5年前まで、アクティブのファンドマネジャーやアナリストには、統合報告書なんて読まないという人が結構いました。「どうせ良い話しか書いてない。バイアスがかかっていて参考にならない」というわけです。さすがに最近はそのような人は減ったし、ネガティブなことを書く統合報告書も増えていますが、まだストレートさが足りないと思います。自社の直面するリスク、過去の失敗や事故、不祥事、企業がそこから何を学び、どう変わったのかという情報は、投資家にとって非常に大切です。例えば、社外取締役対談を掲載するのであれば、経営への批判を語ってもらってもいいでしょう。

第二に、非財務情報の開示に限らずですが、重要なKPIがあるのなら、もちろんその実績・目標値を示すのがベストです。でも中には、諸事情で数字はまだ見せられないという場合もあるでしょう。そうであればKPIの定義だけ、または趣旨だけでも示すべきです。実際、そういうやり方をしている会社も既にあります。数字がなければ役に立たないということは全然ありません。経営者が何を見ているかというのは、それだけでも決定的に重要な情報なのです。

最後に見せ方についてです。いろいろ詰め込みすぎて、分厚いデータブックのようにするのは考え物です。細かい情報はWEBサイトに回すなどして、厳選した情報をコンパクトにまとめるべきでしょう。



**岡崎** 私は昨年まで海外債券の運用フロントにいた頃は、統合報告書をほとんど読んでいませんでした。今年、責任投資推進部に就いてから、いろいろ読んでみると、これがなかなか面白い。特に昔の号から時系列に見ていくと、各社の工夫・改善ぶりがわかります。今言われたように、よくできた報告書には、課題や失敗、そこからの教訓といったストーリーが描かれていますね。

過去の内容に固執しすぎるのは良くない気がします。自社にとって不変のもの、マーケット環境に応じて変えていくものを、双方を示すような発想があってもいいと思います。

企業が行う様々な開示のうち、有価証券報告書には「過去の実績」としての財務情報が集約されています。それに対し、将来に向けた戦略あるいは夢を前向きに語るのが、統合報告書です。こうした将来像や、財務諸表にのっていない企業価値の萌芽に触れることは、投資家にとっても有益でしょう。統合報告書にはそうした役割を期待したいです。

**大堀** 確かに統合報告書はストーリーを語る以上、読んで面白いものであるべきです。先ほど過去の失敗にも触れてほしいと言いましたが、失敗に学ぶ物語は面白いし、読んでみようという気にさせられますね。決めごとにとらわれたり、社内事情に気兼ねして、それを自由に語れないとしたら、もったいない。せっかく手間をかけるのですから、多くの人々が手に取ってくれるような、面白い報告書をどんどん作っていただきたいと思います。

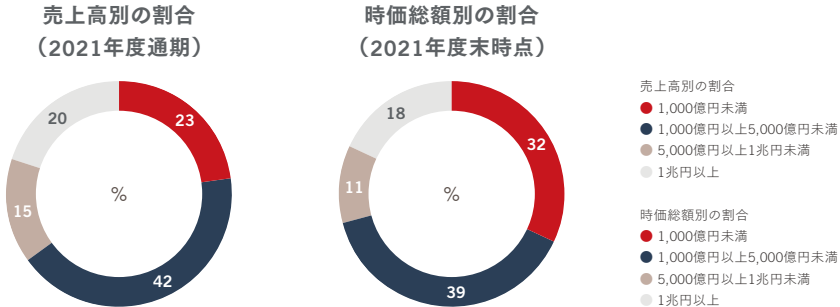


2022年8月29日実施

# 日本の2022年統合報告書のトレンド

## 統合報告書を発行する日本企業のプロフィール

2022年の日本における統合報告書を発行する企業等は777社  
(2022年9月現在、当社調べ)で、2021年から1.2倍に増加した。



※ 777社のうち、上場している721社

## 2022年のトレンド

統合報告書に対する重要性は引き続き認識されており、統合報告書を発行する企業数は増え、開示する情報もより充実してきている。具体的には前年からTCFDのシナリオ分析結果を開示する企業が著しく増加していることや、環境や社会が企業経営にどのように影響を与えるかを考慮したマテリアリティの策定・見直しを行う企業が増加していることなどが挙げられる。また、役員報酬算定において、ESG関連の指標を組み込む企業も増加しており、企業はESG関連の取り組みに対してこれまで以上に注力していく姿勢を示している。

また、そのほか本年調査より、人的資本、人権、知的財産について開示状況調査を行った。人的資本に関してはほとんどすべての企業が何かしらの開示をしているが、要素としては従業員エンゲージメントに関する記載が比較的少なかった。また、人権に関しては人権デューデリジェンスにおけるリスク評価の結果について記載している企業はごくわずかだった。知的財産に関して開示している企業も過半数を超えなかった。

こうした社会面に関する取り組みはいずれも注目度が高いが、特に人的資本に関しての重要性が高まっている。「人的資本可視化指針」でも提言されているように、今後企業は経営戦略に関連する形で人材戦略を策定していくなど、企業経営の重要な資本としてどのように人的資本を活用していくのかを明確に説明することが求められる。

# データ分析からみる日本の統合報告書

## 調査対象

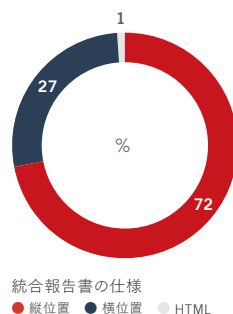
統合報告書を発行する777社のうち、以下の条件を満たした105社。

- 日経225構成銘柄(2022年8月時点)
- 2022年レポートを公表済(2022年9月16日現在)

WEBサイト掲載の、「統合報告書」と特定された日本語版PDFとHTML版を対象としている。

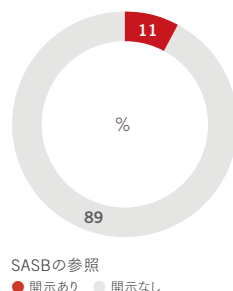
## 統合報告書の仕様

統合報告書は従来、印刷前提で制作されていたが、PDFでの閲覧も増えていることから縦横比率の変更をする事例が増加傾向にある。ページを印刷物として閲覧しやすい縦位置で制作している事例が72%、PCで閲覧しやすい横位置は27%、HTMLのみでの制作は1%であった。また、PDFの目次等にインタラクティブ機能を付けている事例は38%あった。



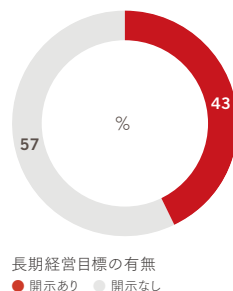
## SASB

投資家向けサステナビリティ情報開示基準であるSASBスタンダードを参照した開示をしていると明記している事例は11%にとどまった。また、統合報告書内でSASBスタンダード対照表を開示している事例は5%であったが、WEB等の他の開示媒体においてSASBスタンダード対照表が開示されている事例は25%であった。統合報告書以外の媒体においてSASBスタンダード対照表を開示している企業では、WEBへの誘導が最も多く、一部サステナビリティレポートに誘導している企業がみられた。



## 長期経営目標

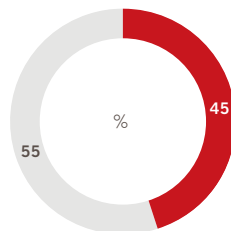
9年以上(一般的な中期経営計画の3クール)の経営計画、ビジョン、目標について説明されている事例は43%であり、前年から5ポイント増加した。また長期経営目標等を設定しており、その中で具体的な数値を用いて目標設定している事例は24%であり、2030/2050年の数値目標を設定・開示している企業が多かった。



# データ分析からみる日本の統合報告書

## 事業ポートフォリオ

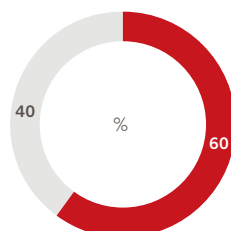
事業ポートフォリオの方針・見直しの状況説明にあたって、何を指標として管理しているか明記されている事例は45%だった。CFOメッセージの中などで記載されている事例が多かった。また、多くの事例において事業の成長性や資本効率を指標としていた。現状の事業ポートフォリオに関する認識や、将来的にどのようなポートフォリオを目指すのかという説明がみられた事例は39%であった。



事業ポートフォリオ管理の指標  
● 開示あり ● 開示なし

## 投資配分

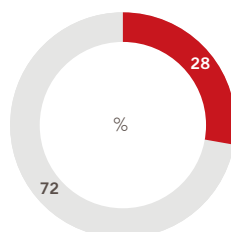
フリーキャッシュフローについて、その金額が示されている事例は70%であり、それをういた投資配分分野についても記載されていたのは60%であった。また、51%の企業が投資配分分野の説明として、成長戦略における具体的な注力ポイントや無形資産等を挙げて記載していた。



投資配分分野  
● 開示あり ● 開示なし

## 資本コスト

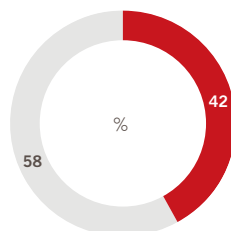
資本コストに関する言及がみられた事例は80%であり、前年から8ポイント増加した。自社の資本コストを数値で示す、または把握していると明記している事例は28%であり、前年から7ポイント増加した。ただし、その中でも資本コストの数値を開示している事例は少数だった。また具体的な数値の開示はないが、資本コストを上回ることを前提とした数値を経営目標として掲げるなど、資本コストを活用する事例は69%であった。



資本コストの把握  
● 開示あり ● 開示なし

## リスクと対応策

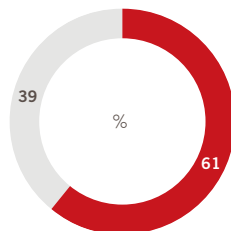
統合的なリスク項目を記載している事例は70%であり、感染症、サプライチェーン、自然災害、原材料調達、気候変動等の項目を挙げている事例が多くみられた。また、前年からリスク項目について変化があった旨を記載している事例は2%しか確認できなかった。さらに、各リスクの発生可能性に関して言及している事例は6%、影響度は11%とリスクに関する詳細な説明をする事例も少なかった。それぞれのリスク項目に対して対応策の開示があった事例は42%であった。



リスクへの対応策  
● 開示あり ● 開示なし

## マテリアリティ(重要課題)の特定

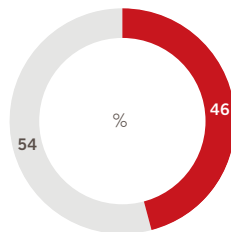
マテリアリティを記載している事例は94%であった。そのマテリアリティの定義は大きく2つに分類される。事業を通じて解決に貢献できる社会課題の優先付けを開示する事例(環境・社会マテリアリティ)が73%であり、一方、企業の価値創造能力に影響を及ぼす事象を開示する事例(企業価値マテリアリティ)は61%であった。後者は前年からは12ポイント増加した。また、両方の側面から特定したマテリアリティは38%であった。特定プロセスを示している事例は70%、マテリアリティの見直しを実施していた事例は32%であった。



企業価値マテリアリティ  
● 開示あり ● 開示なし

## マテリアリティの関連要素

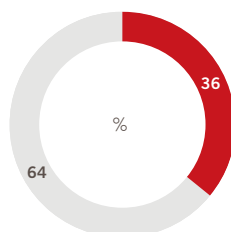
マテリアリティのKPIを開示している事例は46%であった。企業価値マテリアリティについて、その機会とリスクを説明する事例は27%、環境・社会マテリアリティについて、環境・社会に対して与えるネガティブ/ポジティブのインパクトを説明する事例は4%であった。また、各マテリアリティがどのSDGsに貢献するかを記載している事例は59%であった。



マテリアリティのKPI  
● 開示あり ● 開示なし

## 人的資本

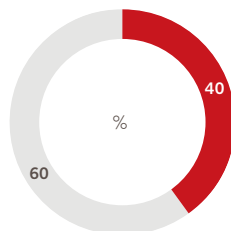
人的資本についてセクションを設けた開示がみられた事例は98%であり、具体的な内容としてダイバーシティ&インクルージョンに関して記載があった事例が91%、人材育成が90%と多くの企業が開示していた。従業員エンゲージメントについては46%、健康と安全が65%であった。また、人材戦略の説明の中で経営戦略との関連性を説明している企業は36%と少数にとどまった。関連性については、DX(デジタル・トランスフォーメーション)や人材配置、グローバル人材を説明している事例が多かった。



人材戦略と経営戦略の関係性  
● 開示あり ● 開示なし

## 知的財産

知的財産や知的資本についての独立したセクションを設けて説明をしている事例は40%であった。具体的な内容としては知的資本の保護と活用の両方に関する取り組みを説明している事例がみられた。保護に関しては特許出願戦略などの記載が多くみられ、活用に関してはライセンス収入や開放特許などの事例があった。

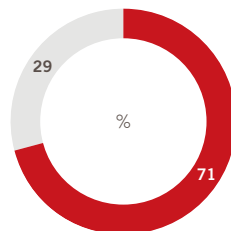


知的財産  
● 開示あり ● 開示なし

# データ分析からみる日本の統合報告書

## TCFD

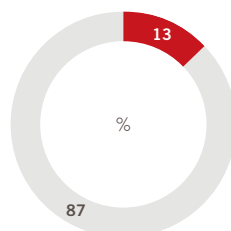
TCFDに言及している事例は96%であり、前年から5ポイント増加した。TCFDが要求する開示要素であるガバナンスについて開示がある事例は80%、戦略は87%、リスク管理、指標と目標はそれぞれ81%であった。また、シナリオ分析結果を記載している事例は71%であり、前年から22ポイント増加した。このほか、詳細な開示を別媒体に誘導している事例は59%であった。



TCFDシナリオ分析  
● 開示あり ● 開示なし

## 人権

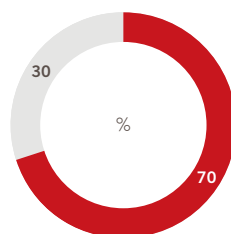
人権に関して言及がみられた事例は89%、さらに、人権デューデリジェンスにも触れている事例は61%であった。バリューチェーン上における人権のリスクがどこにあるか等の人権リスク評価の結果が示されている事例は13%と少数であった。一部企業においてはバリューチェーンのセクションごとに特定されたリスクを分類して記載していた。



人権リスク評価の結果  
● 開示あり ● 開示なし

## DX

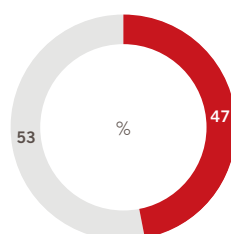
DXに関して、独立したセクション、もしくは見出しを設けて説明している事例は70%であった。DX人材の育成を課題として捉えている企業が多く、企業によっては戦略を策定して、取り組みを進めている企業も多くみられた。



DX  
● 開示あり ● 開示なし

## サステナビリティ委員会等

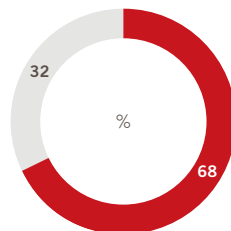
サステナビリティ全般や環境・社会に関する事項を扱う委員会等を設置していることを開示している事例は88%であった。同委員会等の活動状況について開示している事例は47%であり、その役割や活動内容とあわせて開示しているものが多かった。活動としては気候変動戦略に関する議論やマテリアリティ・KPIをテーマに委員会等を開催している企業がみられた。



サステナビリティ委員会等の活動状況  
● 開示あり ● 開示なし

## 取締役会の実効性評価

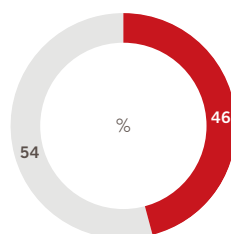
取締役会の実効性評価の説明をしている事例は96%であった。実効性評価の具体的な評価項目について記載していた事例は49%、実効性評価の結果を受けた課題を開示していた事例は68%、その課題に対する対応策を示している事例は52%であった。また、37%が前年の課題への対応策を実績ベースで説明していた。実効性評価の項目としては、議論状況、運営状況、取締役会の構成等について設定している企業が多かった。



実効性評価の結果を受けた課題  
● 開示あり ● 開示なし

## 取締役会等の活動状況

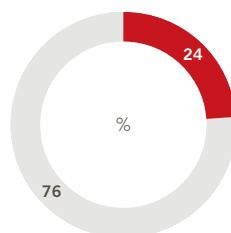
取締役会の活動状況として、報告年度における主な議題等を開示している事例は46%であった。取締役会の活動状況については時系列で各回の議題を記載している企業と、議題をカテゴリー別に分類して開示している企業の両方がみられた。また監査役会（監査委員会、監査等委員会含む）の活動状況について開示している事例は22%、指名・報酬委員会の活動状況は23%が開示していた。



取締役会の活動状況  
● 開示あり ● 開示なし

## 役員のス킬セット

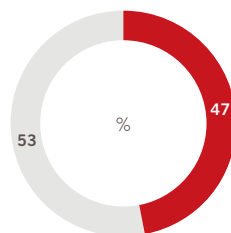
役員のス킬セットをマトリックス等で開示している事例は95%であり、前年から36ポイントと大幅に増加した。また、役員に期待するス킬セットと経営戦略の関連性を説明している事例は24%となっており、こちらも前年と比較して18ポイント増加している。それぞれのス킬の定義を説明している事例は22%だった。一部企業においては、当該ス킬の保有条件を具体的に示していた。



ス킬セットと経営戦略の関連性  
● 開示あり ● 開示なし

## 役員報酬制度

役員の報酬制度において、中長期業績連動報酬について説明がなされている事例は87%であった。また、業績連動報酬を算定する上で採用されている指標を明記している事例は58%であり、その指標の中にESG関連の指標が含まれている事例は47%であった。ESGに関する指標としては外部評価機関によるESGレーティングや、自社のESG関連KPIの達成度を設定している企業が多かった。



役員報酬へのESG考慮  
● 開示あり ● 開示なし

株式会社エッジ・インターナショナルは、  
統合報告書やアニュアルレポートなど企業価値向上に資する  
コミュニケーションツールの企画・制作を中核事業とする  
企業価値デザインカンパニー®です。

#### 商号

株式会社エッジ・インターナショナル  
EDGE INTERNATIONAL, INC.

#### 設立

1990年12月

#### 株主資本

12億8千2百万円（2022年3月末）

#### 事業内容

- ・ 統合報告書など各種コーポレートレポートの企画・制作支援
- ・ 長期投資家との対話促進に向けたESG情報の開示アドバイザリー業務
- ・ 統合思考経営の推進に向けたファシリテーションやアドバイザリー業務
- ・ レピュテーション調査に基づくコーポレートブランド戦略策定支援

#### 従業員数

116名（2022年4月1日現在）

#### 加盟団体

日本IR協議会（JIRA）、米国IR協会（NIRI）、国連グローバル・コンパクト、  
国連責任投資原則（PRI）、日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）、  
世界的資本・知的資産推進構想（WICI Japan）、東京商工会議所、  
気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）、TCFDコンソーシアム、  
気候変動イニシアティブ、地方創生SDGs官民連携プラットフォーム、  
ESG情報開示研究会

#### グループ

博報堂グループ

[www.edge-intl.co.jp](http://www.edge-intl.co.jp)

03-3403-7750 [edge@edge-intl.co.jp](mailto:edge@edge-intl.co.jp)