



Integrated

Reporting for

Corporate

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

2023

Value Creation

## 当冊子の発行にあたって

企業に関する非財務情報への関心は年々高まっています。資本市場において、ESGという言葉が流行り言葉のように捉える人は、もはや皆無ともいえるでしょう。当冊子においても取り上げているように、非財務情報の制度開示化が進展しており、質・量ともに非財務情報開示の充実が進んでいます。

しかし、制度開示化の流れは、「求められる情報のみを開示する」という受動的な発想につながり、結果として、画一化、横並びに向かう可能性があります。情報開示は手段であり、目的ではありません。投資判断に資するか否かが重要です。そのためには、横並びではなく、他社との違い、つまり、独自性を表現する必要があります。制度開示化が進む今だからこそ、統合報告書をはじめとした任意開示を通じて、「枠」とらわれず、自社の独自性を表現していただきたいと思います。当冊子の表紙には、そのような思いを込めました。



特別対談では、前年に引き続き著名な有識者から貴重なご意見をいただきました。昨今の情報開示のトレンドをどのように捉えているのか、また、企業とのエンゲージメントにどのように非財務情報を活かそうとしているのかが伝わる大変有用な内容となっています。

また、この1年間におけるESGを含めた情報開示のトレンドや投資家の注目点などについて、要点を押さえてシンプルにご紹介していますので、統合報告書の進化や、投資家とのエンゲージメントの充実、そして、企業価値の向上にお役立ていただければ幸いです。ぜひご一読ください。

2023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



# Contents

- 1 統合報告をめぐる動向
- 2 ESG投資の動向
- 3 ESG投資と情報開示
- 4 開示基準の動向
- 5 マテリアリティの定義
- 6 欧州と米国の動向
- 7 日本の情報開示規制
- 8 ダブル・コードと統合報告書
- 9 GPIFのステューワードシップ活動
- 10 企業価値の捉え方
- 11 ESG起点のコーポレートレピュテーション
- 12 2023年のトピック
- 13 特別対談  
制度開示の充実と  
デジタル技術の発展が進む中で、  
いま企業に求められる情報開示とは
- 21 日本の2023年統合報告書のトレンド
- 22 データ分析からみる日本の統合報告書

## Design Concept

狭い水槽から飛び出して、どこまでも広がる水面へ飛び込み、今まさに自由に泳ぎ回ろうとしている金魚。外部要請や他社事例といった枠組みにとらわれることなく、自社独自の価値創造ストーリーを描き始めた企業の様子を表現しています。



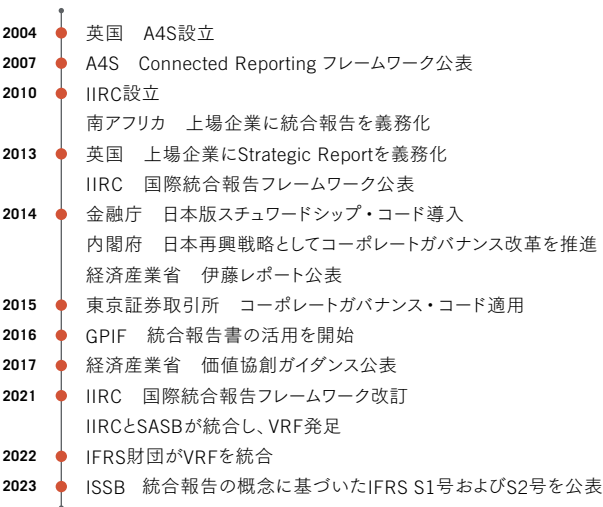
# 統合報告をめぐる動向

## 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、資本市場の行きす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75カ国で統合報告が活用されている。

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が期待されている。

## 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、2つのリソースも引き継がれた。

## 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へ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。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。さらにPRIは今後、サステナビリティ・アウトカム(実社会での成果)もより重視する方向にある。ESG投資拡大に伴い、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、規制の厳格化も進んでいる。地域別にみると欧米が中心だったが、直近では中国やブラジル等の新興国でのPRI署名が急増し、日本の署名数と拮抗している。

## 投資家・アナリストを取り巻く規制環境の変化

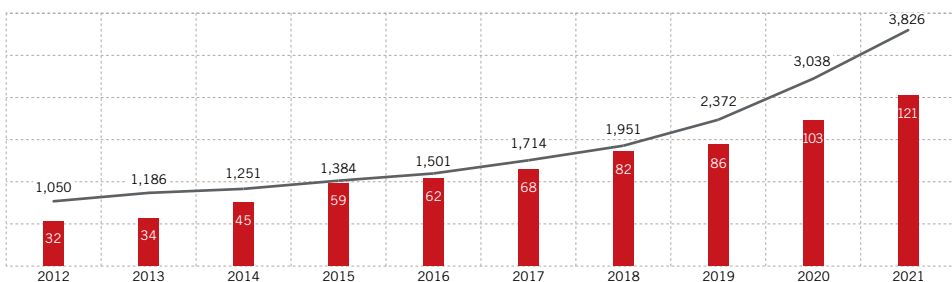
IR実務に影響がある投資家に対する規制強化には、日本のフェア・ディスクロージャー・ルールとEUのMiFID II (Markets in Financial Instruments Directive: 第2次金融商品市場指令)が挙げられる。この影響により、アナリストはいわゆる早耳情報収集ではなく、企業分析における非財務情報に対する洞察力が重要となっている。グローバルな運用機関では、自社内のアナリスト強化とセルサイドに対する淘汰圧力が鮮明になっている。

## サステナブル投資の残高

世界 **35兆**米ドル (2020)      日本 **494兆**円 (2022)

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、それに関する投資家・企業への期待を提言した。金融庁が2022年12月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」、欧州では欧州委員会が2023年6月にESG格付け業者の規制案を公表するなど、規制当局による監視も強化されている。

### 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等のリサーチを利用して、このほか、SustainalyticsやS&Pグローバル(旧Robeco SAM)、ISS-ESG(旧Oekom)、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

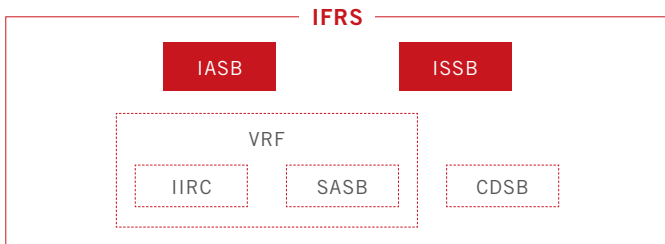
## 開示基準の動向

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が、GRIは対象がマルチステークホルダーであり、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。自然関連財務情報開示を求めるTNFDも2021年の発足後、4回のベータ版を経て最終提言を公表した。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。2023年6月に一般的要求事項であるIFRS S1号と、気候関連開示であるIFRS S2号を公表した。また2024年からの2年間のアジェンダの優先度に関する市中協議も実施。案として、「生物多様性・生態系・生態系サービス」「人的資本」「人権」「報告における統合」が挙げられている。

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、会計士から懸念の声も高まっており、ISSBは欧州委員会等と開示基準の整合性や相互運用性についての議論も同時に進めている。

## 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)

### 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基準は現在も活用され、ISSB基準も考慮を求めている。

### 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(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アプローチした。2017年6月に最終提言を公表、2021年10月に実践ガイダンスを改訂。経済産業省がTCFDガイダンスを公表している。2024年に役割をISSBに引き継ぐ予定。

### 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を策定。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。

### TNFD

Taskforce on Nature-related Financial Disclosures：自然関連財務情報開示タスクフォースは2021年6月発足。TCFDの自然版といわれ、2023年9月に最終提言を公表。「自然」は大気、海、淡水、陸の4つの領域から構成されると定義し、企業と自然との関係を分析するLEAPアプローチを示した。

# 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。ISSBは、2023年6月に公開したIFRS S1号の中で、「企業は、企業の見通しに影響を及ぼすと合理的に予想される、サステナビリティに関連するリスクと機会に関する重要な情報を開示しなければならない」、また、「サステナビリティに関連する財務情報の開示において、その情報を省略したり誤表示したり覆い隠したりしたときに、投資家の意思決定に影響を与えると合理的に予想し得る場合には、重要性がある」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基準や米国の気候関連開示規則、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(インパクトマテリアリティ)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

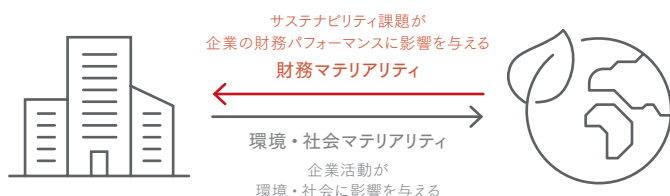
欧州は2018年にサステナブル・ファイナンス政策を打ち出し、規制を強化している。EUタクソノミーの法制化や、2014年に非財務情報開示を義務化したNFRD(非財務情報開示指令)の改正であるCSRDが2023年1月に発効、コーポレート・サステナビリティ・デューディリジェンス指令案も2022年2月に公表された。また金融機関向けの規制としてはSFDRが段階的に適用されている。EUではサステナビリティについて、「企業への財務影響」と「環境・社会への影響」の両面からの開示を求める「ダブル・マテリアリティ」の考え方を採用している。

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。2023年3月にグリーンファイナンス戦略を発表し、ネットゼロ目標に向けた施策を示した。TCFD開示は2021年から義務付けており、2023年8月にはIFRS S1号とS2号を組み込んだサステナビリティ開示規制を導入する提案を発表している。

## 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。2012年にドッド・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。2020年8月に人的資本、2023年7月にサイバーセキュリティ関連の開示をSECが義務化している。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バイデン大統領の就任後、急速に議論が進み、2022年3月に気候関連開示の規則案が公表された。また2019年に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たが、直近では反ESGの動きも活発化し、政治的な色合いが濃くなっている。

## 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。

### 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。2023年1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するCSRDが発効した。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。EFRAG(欧州財務報告諮問グループ)がGRIと協働して2023年7月に欧州サステナビリティ報告基準(ESRS)が採択された。

### 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

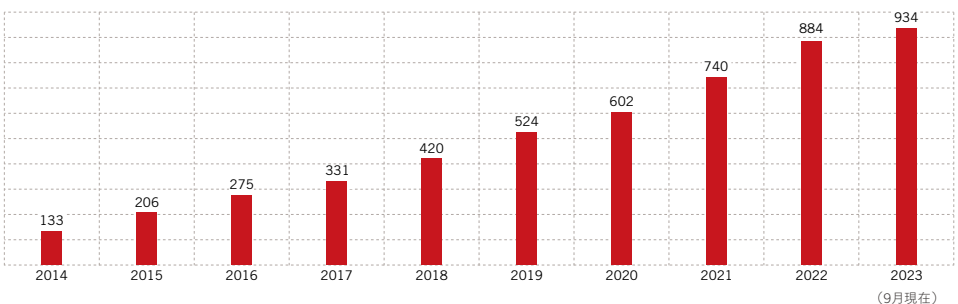
## 制度開示と任意開示

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該当する。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900社を超え、サステナビリティサイトも近年充実化が図られるなど、日本企業は任意開示に積極的に取り組んでいる。経済産業省からも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。

## 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。2023年3月報告からは有価証券報告書において開示義務化が始まった。具体的には、TCFD提言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が求められている。ISSB基準の日本への適用についてはSSBJで議論されており、2023年度中にSSBJ基準公開草案、2024年度中に最終化、2025年度から早期適用が可能になる見込みで、強制適用の時期は未定となっている。

## 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。

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。2023年1月にサステナビリティ情報の開示についての別添が公表された。

### 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8月に改訂された。

### SSBJ

Sustainability Standards Board of Japan：サステナビリティ基準委員会。FASF(公益財団法人財務会計基準機構)の傘下に、国内の会計基準の開発等を行うASBJ(企業会計基準委員会)と並列の位置付けで2022年7月に発足した。設置の目的は、国内のサステナビリティ開示基準の開発と、国際的なサステナビリティ開示基準の開発への貢献とされている。

# 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2013年に発表された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「日本版ステeward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。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。

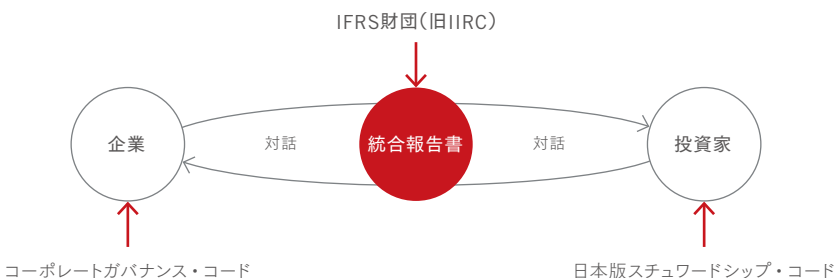
日本でESG投資を強かに推し進めているのはGPIFである。日本版ステewardシップ・コードは改訂を重ね、アセットマネジャーはステewardシップ活動の強化を一層求められており、投資先企業に対する見方がますます厳しくなっている。2021年に再改訂されたコーポレートガバナンス・コードでも、2022年の東京証券取引所市場再編における新市場区分のプライム市場上場企業に対しては、より高い水準が示された。2023年4月、ダブル・コードのフォローアップ会議はコーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラムを公表し、3年ごとに実施されていたコード改訂が今後は適時に検討されることとなった。

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。対話に有用なレポートであるためには、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する例も多い。統合報告書への挑戦をきっかけに、まさに統合思考による経営改革が起きている。

日本版ステeward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られることが明記された。署名数は329機関(2023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統合報告書を活用した企業と投資家の対話の推進施策である。GPIFは委託先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を公表し、アワードの常連である一部の大企業のみならず、幅広くグッドプラクティスを共有している。

2017年7月から採用を始めたESG指数も注目度が高い。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た。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。このほか、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・外国株式の環境テーマ型2指数を採用。2020年12月から外国株を対象にした2指数、2022年3月からFTSEの業種内で相対的に高評価の企業を組み入れたESG総合指数、2023年3月から「Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数」を新たに採用した。これら計9本のESG指数運用資産額は、開始当初の約1兆円から約12.5兆円(2023年3月末現在)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219兆円(2023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がっている。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の最終版では他基準との整合性を保つために削除されたが、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、多くの投資家が納得する定義となっていた。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・時間軸で使用する場合があり、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によって、持続的な企業価値向上のためには、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、企業自身の価値観に基づき、自由に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、多くの場合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。ESG要因はリスクのみならず、企業の競争力や将来の成長力とも密接につながるものである。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SX

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SX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。

### 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。

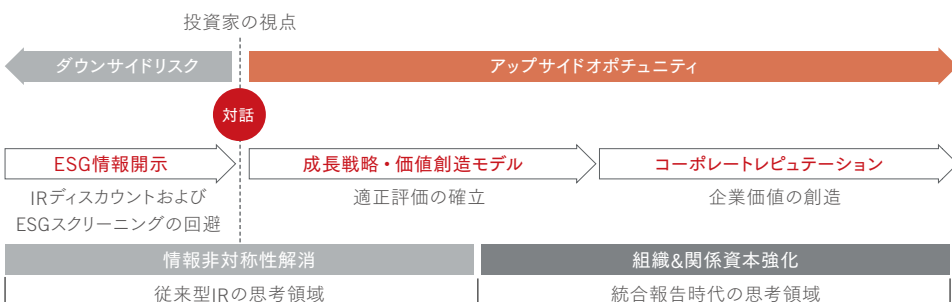
### SDGs

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。

### SX

サステナビリティ・トランスフォーメーション。企業の長期的・持続的成長のために、社会の持続可能性に資する長期的な価値提供を行うことを通じて、自社の長期的かつ持続的な「稼ぐ力」の向上と更なる価値創出へとつなげていくこと、そのために必要な経営・事業変革。経済産業省が2022年に公表した「伊藤レポート3.0」(SX版伊藤レポート)において、今後の企業経営で企業のサステナビリティと社会のサステナビリティを同期化させるSXの重要性を説いた。

## ESGの2側面



出典：当社作成



# 2023年のトピック

## 東証による市場改革

東京証券取引所(東証)は従前、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ(スタンダード、グロース)の4つの市場区分で構成されていた。しかし「各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとっての利便性が低い」「上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けが十分にできていない」という課題が指摘され、2022年4月からプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3区分に再編された。日本では上場そのものが目的化し、情報開示やIRに消極的で、資本効率性を意識した経営が行われない企業が一定数存在することが問題視されてきた。コーポレートガバナンス改革によって改善傾向にはあるが、未だにいわゆるPBR1倍割れ企業が半数近くを占めるという実態がある。

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議では継続して議論が行われており、2023年1月には論点整理を踏まえた今後の東証の対応として、上場維持基準に関する経過措置の終了時期の明確化と、中長期的な企業価値向上に向けた取り組みの動機付けが示された。後者で指摘された課題は「資本コストや株価への意識改革・リテラシー向上」「コーポレート・ガバナンスの質の向上」「英文開示の更なる拡充」「投資者との対話の実効性向上」の4つで、2023年3月には「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」「株主との対話の推進と開示」「建設的な対話に資する『エクスプレイン』のポイント・事例」の3つが、規則上の義務付けではないものの、対応のお願いとして公表された。

## 米国の反ESG

米国のサステナブル投資残高は17兆810億米ドル(2020年現在)、PRI署名機関も1,063機関(2023年9月現在)と世界で最も多い。しかし直近では反ESGの動きが激化している。米国においてESGは政治的要素が強く、政権によって大きく方針が転換される。特に反ESGの動きは気候変動にフォーカスがあり、共和党議員が主導しているといわれる。フロリダ州では政府や年金基金のESG投資の活動を制限する反ESG法が成立し、他の州でも同様の動きがある。また、脱炭素移行を目的とした保険業界の連盟であるNZIA(Net-Zero Insurance Alliance)から脱退が相次いでいるが、これは複数の米共和党の州司法長官から反トラスト法(独占禁止法)違反の指摘などを受けた影響とされている。米国国内がすべて反ESGに傾いているわけではなく、分裂的な動きと考えられる。また、先進的に取り組んできた欧州でも環境政策に反発する「グリーンラッシュ」(ESGバククラッシュとも呼ばれる)が確認され始めている状況にある。

## 特別対談

# 制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは



三菱UFJ信託銀行株式会社  
MUFG AM サステナブルインベストメント フェロー

### 加藤 正裕 氏

慶應義塾大学経済学部卒業後、1990年に三菱UFJ信託銀行に入社。米国三菱UFJ信託銀行を含め、国内外の運用関連部署でアナリスト、ファンドマネージャー業務を担当し、2005年から責任投資に従事。国連「責任投資原則」日本ネットワーク共同議長として責任投資の普及・推進に尽力するとともに、個人および年金向け責任投資プロダクトの開発、国内外株の議決権行使・エンゲージメント実務にも携わる。近年はグローバルなESG・機関投資家の動向調査等をロンドンで担当し、2019年からは東京でサステナブル投資の企画・推進に従事。2023年4月より現職。



インベスコ・アセット・マネジメント株式会社  
運用本部 日本株式運用部 ヘッド・オブ・ESG

### 古布 薫 氏

一橋大学経済学部卒業後、1997年にJPモルガン証券会社投資銀行部門に入社。2000年からJPモルガン・アセットマネジメント株式会社日本株運用部門アナリストとしてテクノロジー業界を担当。2014年にインベスコ・アセット・マネジメント株式会社に入社し、日本株式運用部のテクノロジー・金融業界担当のアナリストと同時にヘッド・オブ・ESGとして日本株運用チームのステュワードシップ活動を統括する。日本株における議決権行使ガイドライン策定、各種開示資料作成・発行、建設的な対話の実践等をリードする。社外活動として金融庁公認会計士監査審査会委員、令和4・5年度までしこ銘柄選定委員、30% Club Japan インベスターグループ Vice Chairを務める。

近年、ESG情報等の非財務情報に関する制度開示化の動きが活発化していますが、この動きをどのように捉えていますか。

**加藤** 2023年の大きなトピックとして、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)が、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」(以下、S1号)とIFRS S2号「気候関連開示」(以下、S2号)を公表したことが挙げられます。ご存じの通り、ISSBは国際会計基準(IFRS)の設定主体であるIFRS財団傘下の組織であり、国際会計基準審議会(IASB)と並列に位置付けられている組織です。このように、財務情報と非財務情報に関する開示基準がひとつ屋根の下で設定されたということに、大きな意義があると捉えています。IFRSは、グローバルにおける企業と投資家の財務情報に関する共通言語といえますが、そこに非財務情報における共通言語が加わったとっていいのではないのでしょうか。

本来、財務情報と非財務情報は不可分のものです。例えば、企業が工場を建設する場合、それに係る投資額という財務情報のみならず、工場建設に伴う環境への負荷といった非財務情報が関連してきます。つまり、あらゆる企業活動には、財務情報と非財務情報の双方が付随するということです。これまでは、非財務情報の開示の充実が進展する一方で、財務情報と非財務情報の開示が別個のものとして議論される傾向があるように感じていました。投資家として重要なことは、企業価値を評価することであり、そのためには財務情報だけでなく、企業価値に影響する非財務情報も考慮することが大切です。非財務情報は特別なものではなく、企業価値の評価に欠かせない視点です。このたびのISSBによる開示基準の公表を契機に、財務情報と非財務情報が不可分のものとして捉えられ、そのつながり(コネクティビティ)が明確になっていくことが期待できます。

**古布** 資本市場からS1号、S2号に寄せられる期待は大きく、公表まで「あと3カ月、2カ月、1カ月」と、まさにカウントダウン形式で待ち焦がれられていました。その背景には、ISSBが「企業価値とサステナビリティのコネクティビティ」ということを何度も強調して継続的に発信していたことがあると考えています。

投資家にとっての最大の関心事は「企業価値」です。そして、企業価値については、一般的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和であると定義付けられることが多いかと思います。先ほどのISSBの発信は、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフロー(財務情報)に、サステナビリティへの取り組み(非財務情報)が影響を及ぼしていることを示すものであり、だからこそ、これほどまでに資本市場からの期待が高まったと言えるでしょう。

もちろん、サステナビリティへの取り組みが企業価値に影響を与えているという考え方自体は目新しいものではありませんし、私自身もその前提に立って、企業価値の評価に努めてきました。しかし、加藤さんがおっしゃったように、IFRS財団傘下のISSBがそのような考え方を明示した意義は大きく、それによって、資本市場における共通認識として受け入れられるようになるのではないかと予想しています。

**加藤** 具体的な話をしますと、S2号においては、Scope1およびScope2に加え、Scope3を含めたサプライチェーン全体での温室効果ガス排出\*に関する情報を開示することが求められています。投資家が、持続的に

\* Scope1:  
事業者自らによる温室効果ガスの直接排出(燃料の燃焼、工業プロセス)

Scope2:  
他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出

Scope3:  
Scope1、Scope2以外の間接排出(事業者の活動に関連する他社の排出)

## 制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは

企業価値を高めることができる企業かどうかを評価する上で、サプライチェーン全体、そして、サプライチェーンにおけるステークホルダー全体に関わる情報を必要とすることは必然であり、Scope3の開示は投資家の期待に合致するものであると言えます。

しかし、企業によっては、Scope3の算出はハードルが高いのは事実です。実務上、S2号に適合した質や量を適時に開示することは決して容易なことではなく、企業から開示される情報の中身にバラツキが出るのが考えられます。そのような状況に対して、企業に一方的に情報開示を求めるだけでなく、現実を踏まえながら、企業からいただいた情報をどのように企業価値の評価に組み入れていくのかを検討することが、私たち投資家にとっての課題であると認識しています。

非財務情報の制度開示化が進むことは、企業にとってはそのための負担が高まることにつながります。だからこそ、投資家がどのように非財務情報を活用し、意思決定に反映しているのかを企業は今まで以上に知りたいと思うでしょうし、それに投資家は応えていかななくてはなりません。言い方を変えると、「投資家側の情報開示」も同時に問われている気がしています。重要なことは、企業と投資家とのエンゲージメントの質を高めることであり、そのためには互いの歩み寄りが不可欠です。

**古布** 同感です。例えば、当社では独自にESGスコアを各企業に付与していますが、どういった観点で算出しているのかを、より透明性高く企業にお伝えしていかななくてはならないと考えています。

また、私の方からは、S1号に記載されている「マテリアリティ」に対する姿勢が非常に特徴的であると感じましたので、少しお話しします。一言で言えば、何が自社の企業価値に影響を及ぼすのかという観点から、自社にとって何がマテリアリティであるかを定義付けして、投資家に



理解されるような開示を行うべきであるということが謳われているわけです。このような姿勢は、投資家にとって企業自身による企業価値に対する考え方を知ることができるため歓迎されます。一方、企業側からは、もう少し詳細なガイダンスが欲しかったというような声上がるかもしれませんが、自社に関する非財務情報が、自社の企業価値にどのような影響を及ぼすのかについて真摯に向き合う良い機会になるはずですので、是非しっかりとご検討いただきたいと思います。

---

AI等のデジタル技術が発展する中で、  
投資家の皆様は現状どようにご活用されているのでしょうか。

**加藤** 企業調査のリソースは限られており、数多ある企業すべての情報を隈なく確認することは不可能です。そのため、投資方針に応じて、定量情報などをもとにスクリーニングを行ったり、アナリストの調査対象（投資対象候補の母集団）の中から実際に投資する企業への絞り込みを行ったりすることになります。しかし、この母集団を特定する過程で、本来は投資対象とすべき有望な企業が見落とされ、含まれていない可能性が生じ得ます。そのような企業を見つけ出すために、AIを活用した分析手法を用いています。

例えば、当社における国内株式のインパクト投資ファンドの事例をご紹介します。4,000社近くに上る全上場企業の中から、社会に対して大きなインパクトを創出し得る企業を見出すための最初のステップとして、有価証券報告書の内容をAIに読み込ませて機械学習を行い、投資対象候補の発掘に役立てています。具体的には、自然言語処理技術を駆使し、独自のスクリーニングとアナリストの企業調査を組み合わせることで、リソースに制約されることなく、投資したい企業を特定し、最終的にはファンドマネージャーの人の目を通じて意思決定を行っています。

**古布** なるほど。デジタル技術の活用が進むことによって、今まで投資対象候補として挙げられることのなかった企業が投資家の目に留まる可能性が高まるということですね。特に中小規模の企業にとっては、非常にチャンスが広がるのではないのでしょうか。ただ、そのチャンスを掴むためには、そもそも情報を発信していかなければなりません。逆に言うと、情報開示に積極的な企業とそうでない企業との間で、これまで以上に差が生まれてくるということですので、企業の皆様には是非力を入れていただきたいと思います。

## 制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは

例えば、情報開示の量や質が大規模な企業よりも劣っていたとしても、自社が投資してほしい投資家層に向けて伝えたい情報を絞って絞込んで発信していくことによって、そのような投資家層の目に留まりやすくなるということも考えられます。また、中小規模の企業では英文での情報開示が充実していない傾向がありますが、東京証券取引所などでは中小規模の企業向けに英文開示を促進するセミナーなどを行っていますので、そういった機会を上手に活用していただければと思います。

**加藤** デジタル技術が発展し、機械学習が進めば進むほど、AIによる情報分析が高度化し、企業が開示資料などを通じて投資家に伝えたいと考えている内容を正確に把握できるようになるかもしれません。そうすると、企業と投資家とのエンゲージメントの場では、いわゆる事実確認のような基本的なことに時間を割く必要性が減り、「なぜこれに取り組むのですか」「どのように取り組んでいるのですか」「誰にその責任があるのですか」といった、企業の経営者の考え方の原点やモチベーション、本気度、全社への浸透度や仕組みなどを探るための5W1H的な質問に十分な時間を確保できるようになります。結果として、企業の規模にかかわらず、全体的にエンゲージメントの質が高まっていくのではないのでしょうか。逆に言えば、投資家の企業に対する要求レベルも高くなると言えるでしょう。

---

**非財務情報を含めた制度開示が充実し、  
デジタル技術などによって、その活用方法も進化する中で、  
企業に対してどのような情報開示を期待していますか。**

**古布** 2023年3月期から日本では有価証券報告書のサステナビリティ情報が拡充され、男性の育児休暇取得率や取得日数、男女間の賃金格差、女性管理職比率など、幅広い企業から様々なデータを開示していただけるようになりました。ただし、S1号における「マテリアリティ」に関して先ほど申し上げたような、自社の企業価値にそれらのデータがどのように影響するのか、なぜ重要なのか、という議論が不十分なままに開示されているように感じています。実際、有価証券報告書内でも、なぜそれらのデータを開示するのかについての記載はあるものの、テンプレート的な内容にとどまっているものも多いのが現状であり、企業にとって必ずしも重要なデータに絞って絞込んで掲載できているわけではないのではないかと推察しています。



制度開示が整備されていくと、なぜこのデータを開示することが必要なのか、というよりも先に、どうやって開示をしたらいいのか、つまり、Whyではなく、Howの部分にフォーカスが当たってしまいがちになるところもあります。しかし、決して情報開示自体が目的ではなく、大切なことは、企業と投資家とのエンゲージメントの質を高め、企業価値を高めることです。HowよりもWhyのところを重視した開示を行っていただきたい。それによって、企業と投資家との相互理解が進むのではないかと考えています。どんどん情報を開示するよう求められている中で、「本当に自社が開示すべき情報は何か」に向き合い、ときに見直しやレビューをすることも必要です。

**加藤** いま古布さんがおっしゃったことも共通しますが、私からは、一言で言うと、「コネクティビティ」をしっかりとご説明いただきたいですね。非財務情報として、企業理念や目指す姿、経営者の思い、ビジネスモデル、戦略、サステナビリティ情報に関する各種KPIなど、様々な情報を開示していただいているわけですが、それらの情報同士がどのようにつながっているのか、例えば、こういう企業理念や目指す姿があって、それらを実現するために、どのように経営者が考え、戦略を遂行し、企業価値を持続的に高めていくのかという、企業経営の骨格となる一貫したつながりをストーリーとして教えていただけると、投資家としてもそのストーリーが腹落ちしやすくなり、将来への確信度などの評価に大いに役立ちます。

基本的には、情報開示が増えれば増えるほどありがたいのですが、どのようなことでも開示すればいいかというと、そうではありません。繰り返しとはなりますが、「その開示情報が企業価値にどうつながっているのか」を十分に意識して情報を発信していただきたいと思います。

## 制度開示の充実と デジタル技術の発展が進む中で、 いま企業に求められる情報開示とは

**古布** もうひとつ付け加えるとするならば、開示した情報について、「開示して終わり」ではなくて、しっかりと分析し、その分析を踏まえて、「今後どのようにしていきたいのか」という企業としての意志を、エンゲージメントの場などにおいて示していただきたいですね。もちろん、分析を含め、既に取り組んでいらっしゃる企業もありますが、そうでない企業も多々あり、二極化が進んでいる印象です。

**加藤** あとは、人的資本に関する情報開示の充実ですね。戦略を策定し、遂行する主体はやはり「人」ですから。どういうモチベーションで、どれだけ自社の企業理念や目指す姿などを理解し、共有した上で、同じ方向に経営者と従業員が一丸となって向かっているのか。それによって生産性は変わり得るというデータなどもありますので、人的資本に関する情報は、投資家として極めて注目しているところです。

---

最後に、統合報告書をはじめとする任意開示に、  
どのようなことを期待されますか。

**古布** 私は、統合報告書には、企業と投資家の相互理解が進むようなツールになってほしいと思っています。制度開示の場合、ある程度定型化することが求められるため、それぞれの企業の意志や独自性を十分に表現することはなかなか難しいのではないのでしょうか。だからこそ、統合報告書は「他社が制作しているから」といったことで制作するのではなく、「伝えたいメッセージがあるから、制作するのだ」というような明確な意思を持って、制作すべきです。つまり、「開示のための開示」には決してならないでほしいですね。他社に倣う必要は全くなく、それこそ、自社の企業価値を高める上で、何が重要な情報なのかを考えて、投資家の目線に立って開示していただければ、企業と投資家の相互理解に寄与するツールとしての役割を果たせるものになると思います。

また、「統合報告書の最終責任者は誰であるのか」というメッセージは極めて重要です。誰が何のために統合報告書を作るのか、統合報告書を通じてどのようなメッセージを読者に伝えたいのか、そういった「核となる思い」を明確にするためにも、CEOやCFOをはじめとした経営陣のコミットメントをより強めていただいて、自らの言葉で積極的に発信していただくことを期待しています。



**加藤** 任意開示は、自社の企業価値をアピールする機会と位置付けて、積極的に取り組んでいただきたいと思います。そのひとつとして、古布さんがおっしゃったように、統合報告書が有用なツールであることは間違いありません。ただし、企業によってはリソースが限られていることから、任意開示に割ける労力を確保することが容易ではないことも私たち投資家は理解しています。その場合は、エンゲージメントの際にご説明いただいても結構ですし、例えば、自発的に投資家向けの説明会を開催し、そこで経営者の思いや経営戦略の背景などを伝えていただくこともひとつの手段です。私たちが行った定量分析によると、ESG説明会をはじめとした経営者が行う自発的な情報発信は、経営者の思いなどへの理解を深めることに役立ち、株式の流動性が改善すること、そして、流動性の改善が企業価値の向上に影響を与えることが分かりました。任意開示を行うにあたって、特に重要なのは、先ほど申し上げたような、企業経営の骨格となる一貫したストーリーがあるかどうかだと思います。そのストーリーを中心に据えた上で、これまで以上に自由な発想で、自社の企業価値をアピールしていただきたいと思います。同時に、私たち投資家も企業の目線に立って、より深く理解する努力を怠ってはなりません。「企業価値の向上」は、企業と投資家の双方にWin-Winの結果をもたらすものであり、引き続きエンゲージメントを通じて、相互理解の深化に尽力し、企業価値の向上に貢献していきたいと考えています。



2023年9月4日実施

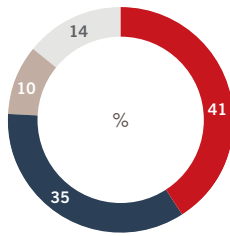
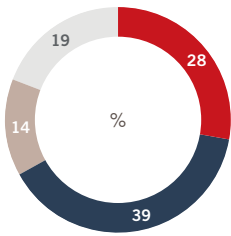
# 日本の2023年統合報告書のトレンド

## 統合報告書を発行する日本企業のプロフィール

2023年の日本における統合報告書を発行する企業等は934社(2023年9月現在、当社調べ)で、2022年から1.1倍に増加した。

売上高別の割合(2022年度通期)

時価総額別の割合(2022年度末時点)



- 売上高別の割合
- 1,000億円未満
  - 1,000億円以上5,000億円未満
  - 5,000億円以上1兆円未満
  - 1兆円以上
- 時価総額別の割合
- 1,000億円未満
  - 1,000億円以上5,000億円未満
  - 5,000億円以上1兆円未満
  - 1兆円以上

※ 934社のうち、上場している865社

## 2023年のトレンド

統合報告書発行企業数は引き続き増加傾向にあり、年々求められる開示レベルも高くなってきている中で、内容も充実してきている。例えば、マテリアリティのみならず、KPIを設定する企業が増加していることや、人的資本に関する開示で、経営戦略との関連性を示す企業が前年から大幅に増加していること等が挙げられる。資本コストや株価を意識した経営や株主との対話の推進についての東証の対応要請、人権リスクの深刻化、TNFD提言の公表を受けた自然資本関連開示への要請の高まりといった、直近の新たな動きにあわせて開示を拡充する企業もみられた。その一方、内容の質には課題が残った。

東証の要請に対する開示では、自社の市場評価の現状分析を開示している企業もまだ多くはなかったが、市場評価向上のための具体的施策まで開示できている企業はさらに少数であった。株主との対話のフィードバックの実施状況については、半数近くの企業が開示していた一方、その大部分は実施した事実のみにとどまり、具体的な内容まで説明している事例は限られた。また、人権への言及はすべての企業でみられたものの、バリューチェーン上での人権リスク評価結果まで深掘りした開示事例は少ない。自然資本に関しても、言及がみられた企業は過半数を超えたが、リスク・機会・影響の説明やTNFDフレームワークを参照した開示は限られた。これらに共通する課題として、導入的な開示対応にとどまっており、より具体的な記述や実効性を訴求する内容にまでは踏み込めていないことが考えられる。具体的な内容でなければ、企業をより深く理解しようとする投資家にとって有用な情報にはならない。今後は、各トピックにおいて分析や対話に資するような開示を意識していくことが求められる。

# データ分析からみる日本の統合報告書

## 調査対象

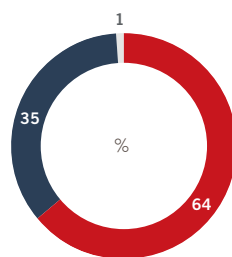
統合報告書を発行する934社のうち、以下の条件を満たした104社。

- 日経225構成銘柄(2023年8月時点)
- 2023年レポートを公表済(2023年9月20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またはHTML版の統合報告書を対象としている。

## 統合報告書の仕様

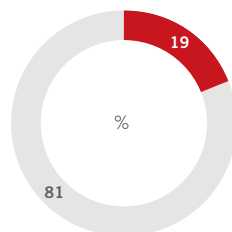
統合報告書は従来、印刷前提で制作されていたが、PDFでの閲覧も増えていることから縦横比率の変更をする事例が増加傾向にある。ページを印刷物として閲覧しやすい縦位置で制作している事例が64%、PCで閲覧しやすい横位置は前年から8ポイント増加の35%、HTMLのみでの制作は1%であった。また、インタラクティブ機能のひとつとして、目次等がPDF内の各ページとリンク付けされている事例は47%あった。



統合報告書の仕様  
● 縦位置 ● 横位置 ● HTML

## SASB

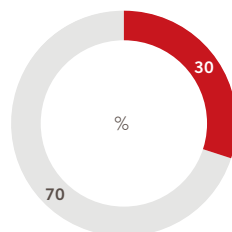
投資家向けサステナビリティ開示基準であるSASBスタンダードを参照した開示をしていると明記している事例は19%で前年より8ポイント増加した。また、統合報告書内でSASBスタンダード対照表を開示している事例は5%であったが、WEB等の他の開示媒体においてSASBスタンダード対照表が開示されている事例は26%であった。統合報告書以外の別媒体においてSASBスタンダード対照表を開示している企業では、WEBへの誘導が最も多く、一部サステナビリティレポートに誘導している企業もみられた。



SASBの参照  
● 開示あり ● 開示なし

## 市場評価

自社の市場評価(株価、時価総額、PBR、PER等)に対する現状分析について、指標や数字を用いて具体的に記載している事例は30%だった。指標は主にPBRや株価が使用されていた。CFOメッセージ・財務戦略のページで説明されていることが多く、社長メッセージやガバナンスパートで記載している事例もあった。現状分析を踏まえた改善施策について具体的な説明がある事例は17%にとどまった。

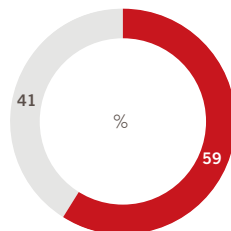


市場評価に対する現状分析  
● 開示あり ● 開示なし

# データ分析からみる日本の統合報告書

## 事業ポートフォリオ

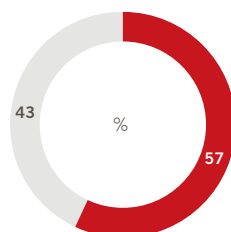
事業ポートフォリオの方針・見直しの状況説明にあたって、何を指標として管理しているか明記されている事例は59%であり、前年から14ポイント増加した。主に事業の成長性やROICといった資本効率指標が使用されていた。現状の事業ポートフォリオに関する認識や、将来的にどのようなポートフォリオを目指すのかという説明がみられた事例は46%であり、こちらも前年から7ポイント増加した。



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

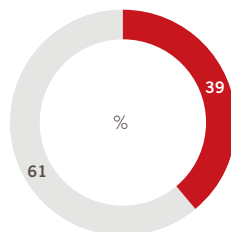
フリーキャッシュフローについてその金額が示されている事例は77%であり、それをういた投資配分分野についても記載されていたのは57%であった。また前年から10ポイント増加となった61%の企業が、投資配分分野の説明として、成長戦略における具体的な注力ポイントや無形資産等を挙げて記載していた。



投資配分分野  
● 開示あり ● 開示なし

## 資本コスト

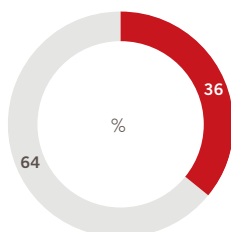
資本コストに関する言及がみられた事例は73%であった。自社の資本コストを数値で示す、または把握しているとする事例は39%であり、前年から11ポイント増加した。また具体的な数値の開示はないが、資本コストを上回る数値を経営目標に据えるなど、資本コストを活用している事例は61%であった。



資本コストの把握  
● 開示あり ● 開示なし

## リスクと対応策

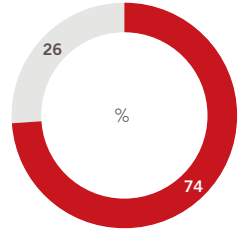
統合的なリスク項目を記載している事例は66%であった一方、大中小などの定性評価や、発生可能性と影響度のマトリックス等による評価といった形でリスク項目の優先度が示された事例は17%にとどまった。それぞれのリスク項目に対して対応策の開示があった事例は36%であった。また昨今注目されるサイバーセキュリティについて、リスク認識と対応策について記載する事例は69%であった。



リスクの対応策  
● 開示あり ● 開示なし

## TCFD

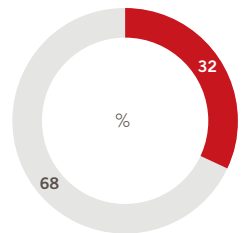
TCFDに言及している事例は95%であった。TCFDが要求する開示要素であるガバナンスについて開示がある事例は74%、戦略は77%、リスク管理、指標と目標はそれぞれ74%であった。また、シナリオ分析結果を記載している事例は74%であった。このほか、詳細な開示を別媒体に誘導している事例は50%であった。



TCFDシナリオ分析  
● 開示あり ● 開示なし

## 自然資本

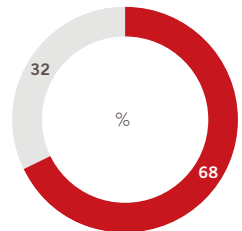
自然資本に関して、独立したセクション、もしくは見出しを設けて説明をしている事例は68%であった。また、自然資本関連のリスク・機会・影響についての説明をしている事例は32%であった。13%の企業が既にTNFDフレームワークを参照した開示を行っており、LEAPアプローチに沿ってリスク・機会・影響を特定している企業も一部みられた。



自然資本のリスク・機会・影響  
● 開示あり ● 開示なし

## 人的資本

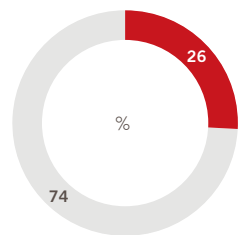
人的資本についてセクションを設ける事例は99%であり、具体的な内容として従業員エンゲージメントについて開示していた事例は84%で、前年から38ポイントの大幅な増加となった。また、人材戦略の説明の中で経営戦略との関連性を説明している企業も68%と前年から32ポイント増加した。関連性については、人材育成・採用、多様性、エンゲージメント向上、DXについて説明している事例が多かった。



人材戦略と経営戦略の関連性  
● 開示あり ● 開示なし

## 人権

調査対象の全企業で人権に関する言及がみられた。加えて、人権デューディリジェンスにも触れている事例は78%であり、前年から17ポイント増加した。一方、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、前年から13ポイント増加したものの、26%にとどまった。

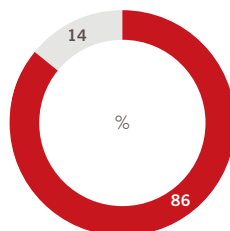


人権リスク評価の結果  
● 開示あり ● 開示なし

# データ分析からみる日本の統合報告書

## マテリアリティ(重要課題)の特定

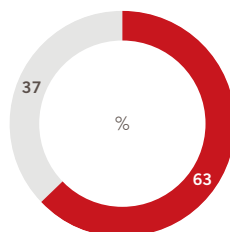
マテリアリティを記載している事例は97%であった。企業の価値創造能力に影響を及ぼす事象として開示する事例(企業価値マテリアリティ)は86%、事業を通じて解決に貢献できる社会課題の優先付けを開示する事例(環境・社会マテリアリティ)が92%であった。前者は前年から25ポイント、後者は19ポイント増加した。また、両方の側面から特定したマテリアリティは80%と前年から42ポイントの大幅な増加がみられた。特定プロセスを示している事例は74%、マテリアリティの見直しを実施していた事例は26%であった。



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

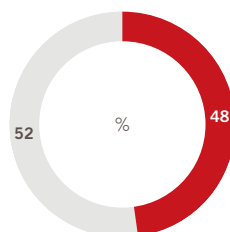
マテリアリティに関連してKPIを開示している事例は63%であり、前年から17ポイント増加した。企業価値マテリアリティについて、その機会とリスクを説明する事例は28%であり、環境・社会マテリアリティについて、環境・社会に対して与えるネガティブ/ポジティブのインパクトを説明する事例はみられなかった。また、各マテリアリティがどのSDGsに貢献するかを記載している事例は56%であった。



マテリアリティのKPI  
● 開示あり ● 開示なし

## 知的財産

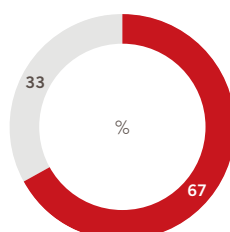
知的財産や知的資本についての独立したセクションを設けて説明をしている事例は48%であった。具体的な内容としては、事業戦略を意識した知的財産戦略の説明をしている事例がみられ、IPランドスケープを活用している事例もあった。また、一部企業で投資対効果の評価指標としてROICを用いている事例もあった。



知的財産  
● 開示あり ● 開示なし

## DX

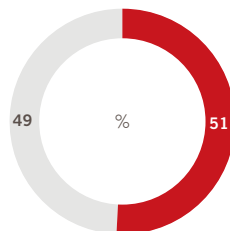
DX(デジタル・トランスフォーメーション)に関して、独立したセクション、もしくは見出しを設けて説明をしている事例は67%であった。中期経営計画といった経営戦略においてDX戦略の説明をしている企業や、DX人材の育成・採用の取り組みを進めている企業が多くみられた。



DX  
● 開示あり ● 開示なし

## サステナビリティ委員会等

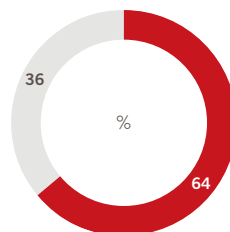
サステナビリティ全般や環境・社会に関する事項を扱う委員会等を設置していることを開示している事例は90%であった。同委員会等の活動状況について開示している事例は51%であり、その役割や活動内容とあわせて開示しているものが多かった。活動としてはマテリアリティに関する議論や、気候変動、人的資本、人権をテーマに委員会等を開催している企業がみられた。統合報告書の開示内容に関する議論をしている事例もあった。



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

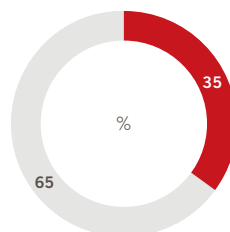
取締役会の活動状況として、報告年度における主な議題等を開示している事例は64%であり、前年から18ポイント増加した。また監査役会(監査委員会、監査等委員会含む)の活動状況について開示している事例は27%、指名・報酬委員会の活動状況は47%が開示していた。後者は、前年から24ポイントの大幅な増加となった。



取締役会の活動状況  
● 開示あり ● 開示なし

## 役員のスキルセット

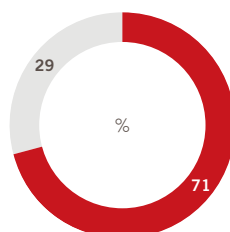
役員のスキルセットをマトリックス等で開示している事例は95%であった。また、それぞれのスキルの定義を説明している事例は34%、役員に期待するスキルセットと経営戦略の関連性を説明している事例は35%とまだ多くはないものの、前者は前年から12ポイント、後者は11ポイント増加した。



スキルセットと経営戦略  
● 開示あり ● 開示なし

## 株主・投資家との対話

株主・投資家との対話の実施状況について開示している事例は71%だった。また、対話テーマを開示している企業は32%、対話において把握された株主の意見・懸念のフィードバックの実施状況について開示している事例は45%であり、財務担当役員メッセージで、株主との対話で得られた意見のひとつについて、取り組み状況と今後の方向性を詳述している事例もあった。社外役員との対話への関与について開示している事例は22%にとどまった。



株主・投資家との対話の実施状況  
● 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

13億2千9百万円（2023年3月末）

#### 事業内容

- 制作支援事業：  
統合報告書などの各種コーポレートコミュニケーションツールの企画・制作支援
- コンサルティング事業：  
理念・ビジョンの策定や経営ストーリーの構築など、  
統合的思考に基づく経営を支援するコンサルティング
- ESGアドバイザー事業：  
長期投資家との対話促進に向けたESG情報開示に関するアドバイザー

#### 従業員数

113名（2023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(UNGC)、  
国連責任投資原則(UNPRI)、一般社団法人ダブルユー・アイ・シー・アイ・ジャパン(WICIジャパン)、  
日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)、気候変動イニシアティブ(JCI)、  
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、  
IFRSサステナビリティ・コンサルタント・コンテンツ・プログラム、  
地方創生SDGs官民連携プラットフォーム、一般社団法人ESG情報開示研究会、東京商工会議所

#### 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)

発行月 2023年10月