



「出よ！尖った統合報告書！」

－ あなたの統合報告書、経営者の生の声が発信されていますか？ －

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

筆者が資本市場に身を置いて40年以上の時が過ぎた。その間日本は、ジャパンアズナンバーワンの自信過剰の時代、それを受けてのバブル時代、そして崩壊、その後の失われた10年、否30年という時代を経て、株屋は投資銀行と呼ばれるようになり、24時間働けますか？の企業戦士はブラック企業のとんでもないパワハラ親父と呼ばれるようになった。働き者だった、或いはそのように海外から評価されていた日本人もそのお株は「弊社にはワークライフバランス等ありません」と宣言する企業まで出てくる米国西海岸シリコンバレーのIT企業に奪われる状況になった。日本の国民1人当たりGDPは、1996年にOECD加盟国38ヶ国中5位になるなど、1990年代前半から半ばにかけてG7で米国に次ぐ水準だったが、1990年代後半からの経済的停滞で伸び悩み、徐々に他の主要国に追い抜かれる推移をたどり2017年にはイタリアの後塵を拝しG7最下位となり、OECD加盟国で比較しても、2023年に26位と大きく欧米に劣後するようになった。

この間、証券会社の社員として海外の機関投資家に日本株を紹介したり、国内外の企業における資金調達のアレンジを行ったりしてきた。また、その後、現在の職場において日本企業の開示情報のアドバイスを行ってきた。そのような中で、多くの国内外企業の決算説明会や投資家説明会に参加する機会を得たが、いつの時代からか投資家との対応は細くなった反面、日本経済の停滞に原因があるのか、経営者の生の声に焦点が当てられなくなったような気がする。

東京証券取引所の指導の賜物で、半期決算や期末決算の決算説明会を行う企業は今や当たり前となっているが、1980年代や1990年代は一部企業に限られていた。一部の投資家対応に興味のある企業の経営者を引き連れて証券会社の企業担当者、機関投資家営業担当者、そして当該産業担当アナリスト等のキャラバン隊を組成して海外機関投資家に大名行列が如く練り歩くのである。当時の企業による開示は英文の財務諸表がほとんどのアニュアルレポートと、証券会社が準備するアナリストレポートのみで、現在のような統合報告書は存在しなかった。しかし、こういったキャラバン隊に同行いただける企業の経営者は、通訳は介するが、結構丁々発止自分の口でその思いの丈を述べていたものである。そして、そういった弁舌さわやかな経営者の声に押されて、結構なボリュームの株の買い注文が日本に流れていたものである。また、これは本当に個人的な経験だが、東京の引受部隊で日本企業の海外における資金調達を担当していた際の1996年、地方にある超小型上場企業の社長からは是非米国における資金調達を行いたい旨の依頼があった。この時、筆者本人もニッチな日本企業、それも国内オペレーションしか持たない企業が米国で興味を持たれることはない和高括っていたが、意外にもこの社長の熱意が米国の小難しい機関投資家にも気に入られ適格機関投資家間の証券転売に登録届出書を不要とする「私募（ルール144A）」ではあったが株式による資金調達が成功させたこともあった。この時ほど企業経営者の生の声が重要だと感じたことはなかった。

時代は移り、企業はスマートになった。統合報告書黎明期ともいえる10年前の2014年の統合報告書発行企業数は142社であった、これが昨年2024年には1,150社と8.1倍となり、東京証券取引所の主要3市場（プライム、スタンダード、グロース）に上場する企業3,842社（2024年末）の3割近くに上る企業が統合報告書を発行する時代となった。しかし、2003年4月以降から導入された四半期短信、その後の四半期報告の影響もあったのか、徐々に決算説明会におけるアナリストの質問も短期的な数字当てに走るようなものが増え、決算説明会に出席している社長の言葉よりも財務の細かい数字に関する方向性を財務担当役員に説明を求めるアナリストが多くなった。統合報告書では多くの企業が冒頭にCEOメッセージやトップメッセージといった項目が設けられたが、1980年代～90年代にかけて社長が海外の機関投資家に向けて発信していた「生の声」感が感じられないものが多いと感じる。

今年に入ってある企業の統合報告書作成支援の過程で米国のマグニフィセントセブンと呼ばれる7社の情報発信について調べる機会があった。マグニフィセントセブンとはアルファベット順で、Googleの親会社「アルファベット」、

「アマゾン」、「アップル」、Facebookの親会社「メタ」、「マイクロソフト」、「NVIDIA」、そして「テスラ」の7社を言う。米国企業の多くは欧州や日本企業と違い、米国における有価証券報告書ともいえる10-Kという方式の開示に冒頭部分をプラスした10-Kラップ、つまり有価証券報告書を口絵や図表等でラップした形のレポートと10-Kそのものをアニュアルレポートと呼んでいるケースがほとんどだ。そして、この7社のうち「10-Kそのもの」しか出していない企業はアマゾン、アップル、メタ、テスラ、「10-Kラップ方式」のアニュアルレポートがアルファベットとマイクロソフトで、「独立したアニュアルレポート」を発行しているのはNVIDIAのみである。（但し、アップルは10-K以外にも環境、プライバシー、人権、サプライチェーンといった分野レポートを開示している。）これらの10-K、10-Kラップ、アニュアルレポートやその他開示資料の中でCEOメッセージやトップメッセージにどのような傾向があるのかを調べてみた。以下がその結果である。以下、日本企業の開示と比較するためにボリュームとして、A4サイズにおける必要枚数及び、ワード数を調査してみた。ここで言うボリュームは、英語を邦訳した日本語をベースにA4ページ数とワード数としている。

企業	アニュアルレポート 方式	CEOメッセージ		ボリューム	
		あり/なし	ある場合のタイトル	A4（ページ数）	ワード数
アルファベット	10-Kラップ	あり	我々の製品を使用する世界中の皆様、従業員、パートナーの皆様へ	5	6,905
アマゾン	10-K	あり（株主総会セット*）	株主への手紙	11	15,876
アップル	10-K	なし		0	0
メタ	10-K	なし		0	0
マイクロソフト	10-Kラップ	あり	株主、同僚、顧客、パートナーの皆様へ	10	12,503
NVIDIA	アニュアルレポート	あり	新しいコンピューティング時代の幕開けは、疑いようもなく目前に迫っています	9	11,735
テスラ	10-K	なし		0	0

*アマゾンの場合、株主総会セット（10-K、Proxy Statementsと共に株主への手紙が存在）

このマグニフィセントセブンと呼ばれる企業の経営者の多くは著名で、メディアにその発言を取り上げられることも多いが、それにも関わらずアルファベット、アマゾン、マイクロソフト、そしてNVIDIAのメッセージのボリュームの多さ及びその内容の具体性と経営の方向性を示した内容に筆者は驚いた。特に、これらを読むとCEO自身の過去や経験まで述べていることから本人のメッセージであることが強く意識されている。事務局

が原稿を起こしてそれをCEO自身がチェックするというパターンが多い日本企業のメッセージとは大きく異なることがわかる。メタやテスラは自身が持つソーシャルメディアで多くのメッセージが発信されているので、ある意味それ以上の発信力を発揮していると言えるが、7社中4社のその発信のボリュームとその具体的な経営姿勢を示す内容は日本企業も見習うべきではないだろうか。

まとめ

日本企業の統合報告書はスマートであり、その多くは優等生的で、網羅的ではある。しかし、経営者のメッセージがダイレクトに投資家に伝わっているだろうか？大学でファイナンス理論を教えている教授から「小谷さん、日本の統合報告書ってあんな良い紙でなくて旅行会社のパンフレットのような紙で社長のメッセージだけ書いているようなものでも良いんじゃない？今の統合報告書って網羅的で読み込むとそれなりに凄いこと書いてあるんだけど、縦横斜め、相当読み込まないと理解できないんだよね～」と数年前に言われたことがある。統合報告書黎明期から10年、その発行企業数も東証上場企業の3割近くになった。そろそろ型にはまった価値創造モデルやオクトパスモデルから脱出して、経営者のメッセージだけ記載してあるような尖った統合報告書が出現しても良い時期なのかも知れないと思うようになった。これを言うに「サステナビリティ開示元年に何を言うか！」と怒られそうだが、経営者メッセージは当然、財務をベースにしたもののみならずサステナビリティ情報も念頭におくこととなる。サステナビリティ情報も単に数字の開示というよりは、リスクや機会についての透明性を持った当該企業の背景を経営者の口から語ることが数字以上に必要ではないだろうか。

長く続いた日本経済の停滞で経営者の言葉も濁さざるを得なかった状況は理解できなくもないが、そろそろ自信をもって本音で語る経営者が前面に出る統合報告書が出てきて良いのではないだろうか？そして、このような「出でよ！尖った統合報告書！」と期待しているのは筆者のみだろうか？

