



## アッ！それ、投資家が判断します！ - 統合報告書に書くべき事項のヒント -

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

先日企業のIR支援を行っている元同僚から「統合報告書では将来の成長性を描かないといけないと言われるが、実際は中計の期間について考えるので精いっぱい。さらに先が見通せない」という企業の担当者が結構いるとの話を聞いた。筆者は、この「統合報告書では将来の成長性を描かないといけない」という考えは誤解だと思っている。年初、大手一般週刊誌でも「統合報告書で『良い会社』『ダメな会社』を見極める」と題した記事が出る時代、統合報告書とは何ぞやという観点から今回は議論してみたいが、忙しい読者のために最初に結論を一言だけ、言っておきたい。仮に統合報告書を作成し、その読者を機関投資家に限定するならば、「将来の成長性を判断するのは投資家であり、企業ではない」という事である。さあ、それでは統合報告書に何を書けば良いのか？興味がある方はご覧いただきたい。

### 統合報告書のターゲット（読み手）は誰？

有価証券報告書は金融商品取引法によって定められた法定開示書類である。金融商品取引法 第1条（目的）で、この法律の目的の一つは「投資者の保護」であり、投資家が適切な判断を行えるよう公正な情報開示を求めているとして、「広く投資者（投資を検討している人を含む公衆）」をターゲットとしている。もう一つの法定開示書類である招集通知は会社法126条及び同299条で規定されており、そのターゲットはさらに狭く決算基準日の当該企業株主とされている。

一方、統合報告書は任意の開示書類であり、その様式やターゲットを規定する法律はなく、そこに虚偽ではない限り何を書いても、誰を読み手と想定しても構わない。筆者が統合報告書と出会ったのは2014年であり、当時は当研究所調査で統合報告書発行企業数は142社であった。日本における統合報告書黎明期の2014年、統合報告書は財務主体のアンニュアルレポートと企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility : CSR）レポートを合体したようなもので、その読み手を株主や投資家のみならず、債権者、取引先、顧客、従業員、地域等のマルチステークホルダーを対象にしていた企業が多かったのではないだろうか。

この流れはその後数年続き、多くの企業が統合報告書の読み手をマルチステークホルダーとしていた。しかし、統合報告書のボリュームゾーンである60ページ～100ページで、読み手をマルチステークホルダーとすると、株主、投資家、債権者、取引先、顧客、従業員、地域それぞれにとってとても中途半端に映る内容となった。統合報告書先進国である欧州企業の法定開示と一体化したIntegrated Report、つまり統合報告書は300ページ～800ページもあり、読みやすさは除外しても内容的には各々のステークホルダーにとってある程度満足いくものであるが、日本の60～100ページでもどれも中途半端にならざるを得なかった。

そのような事情から、2018年位から、統合報告書の読み手を機関投資家とする企業が増加して、直近ではほとんどの統合報告書発行企業のターゲットを機関投資家としているのではないだろうか。当たり前の事ではあるが、債権者や取引先と投資家の関心は大きく異なる。債権者や取引先は成長よりも企業の安定性にその軸足があり、顧客は安全安心な商品やサービスが安価であることに関心の軸足がある。また、従業員はある意味株主と同じく企業の成長が関心事ではあるものの、

短期的には待遇や給与に興味がある。そして、地域住民から見ると安定的な雇用と安全な環境維持が関心事である。つまり、それぞれのステークホルダーにおいてその関心事は微妙に異なる。このような興味の差や、利益相反があることから、全てのステークホルダーが納得する統合報告書作成には無理があると企業が気づき始めた。その結果、統合報告書の読み手を機関投資家と想定した企業が増えたことや、2014年に公表された『伊藤レポート』以降、ROE8%、企業価値向上と言った視点の重要性が市場に流布した事から統合報告書は機関投資家のニーズにあった情報、つまり企業の成長性を書かなければならないという強迫観念にも似た思考方法があるのではないかと感じている。

### 統合報告書って意味あるの？

前述のように多くの統合報告書発行日本企業がターゲットを機関投資家としているが、一方で機関投資家が最も投資の際に参考に行っている企業側の資料としては圧倒的に「決算説明会用資料」や「短信」が多く、意外にも統合報告書はあまり参考にしていないという声も多く聞く。それではその理由を筆者なりに検討してみた。いくつかあるが集約すると以下の三点になるのではないかな？

#### ① どこに何が書いてあるかわからない

日本企業の統合報告書は図解が多く網羅的ではあるが、投資家が必要とする情報がどこにあるのかよくわからない。もちろん、インデックスを付ける等工夫をしているものも多いが、それでもあまりにも詰め込まれた情報からいちいち探し出す作業までして読む価値がない

#### ② ストーリー性がなく何をアピールしたいのかわからない

日本の統合報告書はお菓子売りたいのに、そのお菓子の「売り」の部分に関する説明が無い中で、成分表を前面に出しているような

ものである。どこに当該企業の競合優位があり、多くの選択肢の中から投資家が当該企業を選択する判断に至る情報が書かれていない。

#### ③ 統合報告書の発行タイミングが遅すぎる

ほとんどの企業の統合報告書は決算期末から6ヶ月以上後に発行するのが一般的（注）であり、これでは意味がない。米国のアニュアルレポート「10-Kラップ（アニュアルレポートと10-Kを一体化させたもの）」はほぼ決算期末後1ヶ月で出てくる 注：当研究所の2025年統合報告書発行企業1,214社の調査では決算期末から6ヶ月以上後の発行企業数は927社であり全体の76.4%となっている。

統合報告書というのは統合思考がベースになっており、「統合思考（Integrated Thinking）」とは、短期・中期・長期の価値創造を考慮し、財務情報だけでなく非財務情報（ブランド、人材、環境など）も含め、組織の様々な要素を相互に関連付けて全体として捉え、持続的な企業価値向上を目指す意思決定・行動プロセスです。単なる数字の連結ではなく、組織の目的、戦略、ガバナンス、ステークホルダー、そして資本（財務的・非財務的）の相互関係を理解し、より包括的で持続可能な価値創造を支援する考え方・実践方法です。」といった小難しい理屈が並ぶ。だから、作成側の企業も大上段に振りかぶった事を考えるが、ターゲットとしている機関投資家に刺さらない。このような読まれない、或いは評価されない統合報告書を作成する意味があるのだろうか。そして、一体何をどう書けば良いのだろう。

### 統合報告書では将来の成長性を描かないといけない？

ここから本題である。機関投資家をターゲットとした統合報告書では、企業が自ら自社の成長について語らなければならないと感じている企業がとても多いようである。筆者は40年

超、資本市場にコミットしているが、駆け出しの頃、筆者が驚いたのは企業が自ら今期の業績予想を行う先進国は日本しかないという事だった。グローバルに「Tanshin」で通じる決算短信では現在でも多くの企業が次期収益予想を開示している。これはグローバルにも有名なもので、このような疑問を今持つ海外投資家は少ないと思われる。しかし、40年前にはとても不思議なものに映っていた。なぜならば、企業の業績予想をするのは証券会社やファンドのアナリストであり、企業はその原材料の提供を求められているのである。中期経営計画（以下中計）を開示している日本企業は多い。そして多くの企業が3～5年位を中期として、その期間における売上高、営業利益予想等を開示しているケースが多いが、欧米企業ではほとんど見当たらない。そもそも中計として具体的な社内的なKGI、例えば3年後の売上高や営業利益の実数を開示する企業はかなり大きなリスクを取っているように映る。本来、機関投資家向けの統合報告書で企業が開示すべき内容は、企業が目指す市場がどこにあり、その市場の規模及び成長性についての企業経営者の見方、そして、その市場における当該企業の競争優位や有するリソース、或いは、逆に当該企業の不足しているリソースとそれに対する対応や対処方法をベースにして、目指す市場における占有率目標等の原材料を提供すべきではないだろうか？ここで重要なのは、企業が「成長するという結果（予測値）」を一方向的に宣言することではなく、投資家が自ら計算し、確信を持てるための「成長のプロセス（競争優位性や市場環境の見立て）」を丁寧に開示することである。こういった大きな方向性を示さぬままにいきなり中計で具体的な数字を、具体性のない図表や理念をベースに突如公開されても全く意味がないと考える。

筆者は統合報告書的なIR資料を作成する際に考慮すべき内容は、次の三点だと考える。

- ① 経営者の生の声  
投資家が何を知りたがっているかと言うと、経営者の生の声である。事務局が書いたありきたりのコメントではなく、経営者の頭の中にある考え方が一番重要である。
- ② 企業のCompetitive Edgeと産業の全体像やその中での位置づけ  
次に知りたいポイントは、当該企業の競合他社や当該企業が属する産業の中での位置づけであり、その中での当該企業の競争優位性がどこにあるのかが知りたい
- ③ 統合報告書と言う形式である必要はない  
期末からより短いタイミングで公開される短信や決算説明会用資料を充実しそれらを統合報告書の性格に近づける、或いは、決算説明会用資料の機関投資家への手紙と言った趣旨の企業経営者の生の声を入れて、統合報告書はその手紙に書かれている内容のバックアップ資料を入れて構成するなど、速報性と結合性を持ち、短信や決算説明会用資料のバックアップ資料という考え方も良いのではないか。敢えて統合報告書というタイトルにこだわるものではない。

以上だが上記の②については少し補足説明を入れておきたい。統合報告書の制作支援過程のなかで、良く耳にするのは「競合に知られたら困る」「特に誇れる内容にならない」などの理由で競争優位性に関して何をどのように書いて良いかわからないという声が多いのも事実である。例えば、自社のリソースを下に新しい分野の開拓を行うような事は知られたくないだろうし、一定の想定をベースにM&Aを考えているような場合、それらは企業内でも一部経営者しか知らないような事もあるだろう。それを開示するかどうかと言えば否である。しかし一方で、既に一定の方向性を持って行っているような分野についてはその分野の将来性についての当該

企業の考え方や、その分野における将来のシェア目標、或いは、その分野で成長するために必要だが、当該企業が持たないリソースや課題等の考え方等を具体的に語る事で投資家はその企業の本質的な部分を知ることになるのではないだろうか。米国の例であるが、日本の招集通知にあたる Proxy Statementで将来の方向性に関して経営層における不足したリソースを敢えて開示しているような事例を見たことがある。日本の場合、経営層のスキルマトリックスでは過不足なく丸印を付けているのだが、敢えて特定の分野に今後成長性を求める場合の不足した課題を開示しているのである。(注) このように企業が課題を課題として認識し、不足を埋める努力を行っていることを示すことで投資家が当該企業の成長性を判断することができるのではないだろうか。「誇れる内容」を示すことだけが開示の本質ではない。統合報告書作成の過程で自社の現実に目を向けてその方向性を経営者が議論し、その方向性に向かったの持っているリソース、持っていないリソースを明らかにし、その課題を含めて開示する姿勢こそが重要ではないだろうか。注：米国の場合、経営者情報の詳細開示に関しては、有価証券報告書にあたる10-Kそのものではなく、委任状説明書であるProxy Statementを参照する形で行われるという役割分担が一般的である

筆者は約10年、統合報告書作成支援を行ってきた。統合報告書の発行企業は2025年、当研究所調査では既に1,214社となりプライム、スタンダード、グロース合計東証上場企業のおおよそ1/3の企業が発行するほど一般的なIR材料となった。それは、前述した通り、大衆週刊誌でも企業の判断材料として統合報告書が取り上げられるほどである。そういう意味では「統合報告書発行企業=良い会社」という構図は既になく、質的にどれだけ充実させるかを検討すべき時代に突入している。また、時代はデフレの時代からインフレの時代へと大きく変化している。デフレの時代においてはキャッシュをそのままに置いておいても減価しないが、インフレの時代においてキャッシュは減価する。つまり、キャッシュの用途が今まで以上に重要であり、その用途は「資本コストを上回る投資」を意識している企業であることが必要であろう。このような時代環境の変化の下で、統合報告書発行企業は一度立ち止まって、ターゲットは誰か？そして何よりも投資家が何を欲しており、それに対して当該企業として「何を訴えるべきか」再考する時期に来ているのではないだろうか。

