

統合報告への投資家の期待



株式会社大和総研 環境調査部 主任研究員

伊藤正晴

2013年12月9日、国際統合報告評議会（IIRC: the International Integrated Reporting Council）から、国際統合報告フレームワーク（The International Integrated Reporting Framework）が公表された。統合報告では、企業の財務情報と非財務情報を統合し、企業の価値創造に焦点をあてた報告が期待されている。

投資と非財務情報

投資判断の際に、財務情報に加えて非財務情報も考慮する投資として、社会的責任投資（SRI）が欧米の機関投資家を中心に拡大している。世界のSRI市場について調査したGlobal Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2012”によると、世界全体のSRI市場の規模は13.6兆ドルで、運用会社などの運用資産額の21.8%に相当するとされている。国や地域別にみると、欧州のSRI市場の規模は約8.8兆ドルで、欧州全体の運用資産額の49.0%に相当するという。欧州では、資産運用額の約半分がSRIとされているのである。また、米国のSRI市場の規模は約3.7兆ドルで、米国の運用資産額の11.2%に相当するようである。一方、日本のSRI市場の規模は100億ドルで、日本の運用資産額のわずか0.2%の規模にとどまっているとしている。ただし、この調査は各国、各地域の調査機関による調査を集計したもので、調査機関によってSRI

の定義が異なっていることに注意されたい。日本の調査では、個人投資家向けを中心とする投資信託と社会貢献型債券のみを対象としていることが、SRIの市場規模が小さいことの要因の一つにあげられている。しかし、日本では機関投資家によるSRIは限定的とされており、これを含めても現状では日本のSRI市場規模はそれほど大きくはないようである。

SRIは、1920年代に教会資産の運用の際に酒やたばこなど、宗教的価値観や教義に反する企業を投資対象から除外することから始まったとされる。そして、第二次世界大戦後に民主主義や人権、環境問題などの社会的意識が深化したことが現在のSRIにつながったと考えられている。さらに、SRIの拡大を牽引しているのが、2006年に出された国連責任投資原則（UNPRI: United Nations Principles for Responsible Investment）である。これは、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）、および国連グローバル・コンパクト（the UN Global Compact）が事務局となって策定された原則で、解決すべき課題を環境（Environmental）、社会（Social）、コーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）の3つの分野（総称してESGと呼ぶ）に整理し、「ESGに配慮した責任投資を行うこと」を宣言したものである。この原則で、ESG課題への取り組みが投資パフォーマンスに影響を与える可能性があるとの前提のもと、投資家は受託者責

任の範囲内でESG課題を考慮すべきとの整理が行われ、これが機関投資家によるSRIの拡大につながったとされる。教会による倫理的な投資から始まったSRIが、企業価値評価に非財務情報を用いる投資へと広がったのである。

非財務情報を利用するのはSRIの投資家だけではない。企業に投資する際には、財務情報だけでなく、その企業の経営方針、ビジネスモデル、知的資産、人材などの非財務情報を用いて将来の収益性やリスクを分析し、企業価値の評価を行うであろう。IIRCの“TOWARDS INTEGRATED REPORTING”では、S&P 500の市場価値に占める物的及び財務的資産の割合が1975年の83%から、1995年には半分以下の32%に、そして2009年には19%にまで低下したことが示されている。企業価値に対する財務情報の説明力が低下し、非財務情報の重要性が高まっているといえよう。このように、SRIだけでなく、さまざまな投資家が企業価値を評価するための非財務情報を必要とする時代になっている。

非財務情報の開示とその課題

株式を公開している企業は、アニュアル・レポートの一部やCSR報告書、Webサイトなどのさまざまな媒体で、非財務情報を開示している。特に、企業の社会的な責任に対する認識の高まりとともに数多くの企業がCSR報告書を作成するようになり、豊富な非財務情報が開示されるようになった。しかし、これら非財務情報は企業価値について説明することを目的としているのではないため、企業価値の評価に用いる際には課題も多い。

まず、現状の非財務情報の開示に対する課題としては、情報過多であることが指摘されている。企業が社会的責任を果たすために行っていることなど、CSRに関する情報を網羅的に記載することが多く、企業価値への影響という観点でどの情報が重要なのか分かりにくいことや、必要とする情報を探し出すのが大変であるなどの声があるよう

である。また、比較可能性についての指摘もある。CSR報告書等は企業が任意に開示しているものであり、開示時点により記載されている項目や内容が異なる等で、継続的に時系列で比較することが困難であると指摘されている。さらに、これは他社との比較が困難であることにもつながっている。このように、CSR報告書などで非財務情報が開示されているのだが、投資家が企業価値を評価する際の情報としては十分満足できるものとはいえないであろう。

国際統合報告フレームワーク

このフレームワークでは、統合報告書を「組織の外部環境を背景として、組織の戦略、ガバナンス、実績、及び見通しが、どのように短、中、長期の価値創造を導くかについての簡潔なコミュニケーションである」と定義している。これまでの企業の情報開示は、財務情報と非財務情報を別々に開示することが多く、これら情報の関連性などが分かりにくいとの指摘があるが、統合報告書では企業における価値創造に焦点を当て、財務情報と非財務情報の区別なく、企業価値に影響する情報が簡潔に示される。

価値創造の源泉としては、財務資本だけでなく製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本の6つの資本が提示されている。これらの資本には、相互に関連するものがある。例えば、人材教育はコストとして財務資本を減じるが、能力向上等で人的資本は増加し、これが知的資本の増加につながることも考えられる。統合報告では、企業価値を形成する有形、無形の資本と、各資本間の関係を明確にすることが求められる。そして、これらの資本がビジネスモデルのインプットとなり、事業活動を通して製品やサービス、副産物や廃棄物等のアウトプットを生み出す。また、組織の活動とアウトプットは、各資本に影響を与えるという一連のプロセスを前提として、統合報告は次の指導原則をもとに作成される。

[指導原則]

次に示す指導原則は、報告書の内容及び情報の開示方法に関する情報を提供することによって、統合報告書の作成の基礎を提供する。

- ・ 戦略的焦点と将来志向
- ・ 情報の結合性
- ・ ステークホルダーとの関係性
- ・ 重要性
- ・ 簡潔性
- ・ 信頼性と完全性
- ・ 首尾一貫性と比較可能性

この原則では、「情報の結合性」で長期にわたる価値創造能力に影響する要因についての全体像を示すこと、「重要性」で価値創造能力に実質的に影響を与える事象に関する情報を開示すること、「簡潔性」で繰り返し表現を避け、平易な言葉で組織の戦略等を理解するのに十分な文脈を提供することが要求されている。また、「首尾一貫性と比較可能性」で期間を超えて首尾一貫し、他の組織との比較を可能にする方法によって表示することが示されている。CSR 報告書などにおける非財務情報の開示に関して指摘されている課題を解決するものとなることが期待される。

次に、統合報告書は以下の内容で構成される。

[内容要素]

統合報告書は 8 つの内容要素を含む。各内容要素は、本来的に相互に関連しており、相互排他的なものではない。

- ・ 組織概要と外部環境
- ・ ガバナンス
- ・ ビジネスモデル
- ・ リスクと機会
- ・ 戦略と資源配分
- ・ 実績
- ・ 見通し
- ・ 作成と表示の基礎

これらは、企業に対する問いかけであり、企業はこれらの問いかけに対する回答を統合報告書と

して作成することになる。「戦略と資源配分」で組織としての戦略を明確にし、戦略目標をどの程度達成したかを「実績」で説明する。そして、戦略を遂行するに当たり、どのような課題や不確実性に直面する可能性が高いか、ビジネスモデルや将来の実績への潜在的な影響がどうなるかを「見通し」で説明することになる。また、「作成と表示の基礎」では、どのように統合報告書に含む事象を決定するか、また、それらの事象はどのように定量化または評価されるかについて説明する必要がある。さらに、統合報告書の誠実性の確保などについてガバナンス責任者からの表明が求められており、統合報告書の信頼性を高めている。

投資家の期待

企業情報は、財務情報は IR 部門が担当し、非財務情報は CSR 部門が担当して、各部門が情報を開示することが多いようである。投資家は、企業価値を評価するための情報を必要としており、財務情報や非財務情報を問わず、企業価値に影響する重要かつ簡潔で信頼性の高い情報を求めている。そのために、経営陣のリーダーシップのもと、各部門が連携して統合的に作成した情報の開示が必要とされよう。統合報告は、こうした投資家のニーズを十分に考慮したうえで策定されており、統合報告を活用することでより一層、企業価値を適正に評価することができると期待されている。

また、機関投資家向けには、調査機関が収集した非財務情報を提供するサービスが存在しているが、これらの情報を個人投資家が利用することは難しかろう。有価証券報告書や CSR 報告書などと同様に、統合報告書を個人投資家が活用することは、資産形成だけでなく、関心の高まっている社会的課題の解決に寄与し、持続可能な社会の構築を目指すという個々人の想いを反映させる投資も喚起することで、個人投資家による投資の拡大につながることも考えられる。統合報告書に対する投資家の期待は大きいのではないだろうか。