

〔改訂版〕国際統合報告フレームワークと 企業価値評価におけるポイント

RIDEAL株式会社 代表取締役
米国公認会計士

三代 まり子



はじめに

「日本は任意開示であるにもかかわらず、なぜそんなにも多くの企業が統合報告書を発行しているのか？」これは、海外の統合報

〈目 次〉

はじめに

1. 統合報告書の国際比較
～日本と他国のレベル感の違い
2. 企業価値評価への影響
～統合報告書は企業価値評価に役立っているのか～
3. 国際統合報告フレームワークの改訂
手続きと世界的な動向
4. 改訂版国際統合報告フレームワーク
のポイントと事例
5. 情報ギャップを埋める
～Q&Aを超えた建設的対話に向けて～

係者から何度か聞かれた質問である。筆者は、2011年から2013年にかけて国際統合報告評議会（IIRC）にて、初版の国際統合報告フレームワークの開発に事務局メンバーとして関わった。現在は、上場企業を中心に統合報告のアドバイスをを行う他、世界知的資本・知的資産推進構想（WICI）^{（注1）}とサステナビリティ会計基準審議会（SASB）^{（注2）}の相互理解に向けたテクニカルミーティングにおいてWICIサイドの代表メンバーの一人として参加している。本稿では、これらの経験を踏まえ、数ある企業の情報開示フレームワークやガイダンスの中でも、国際的な認知度・採用度の高い国際統合報告フレームワークに焦点を当てる。

1. 統合報告書の国際比較

～日本と他国のレベル感の違い

統合報告書は、企業とステークホルダーと

(図表1) 評価基準

マテリアリティ
・「関連事項」の特定プロセスについての説明 ・マテリアリティを決定する際に採用したフレームワーク（例えば、SASB、GRI、その他） ・リスクと機会をどのように優先順位付けしたか ・マテリアリティの優先順位付けに際し、取締役会はどのような役割を果たしたか ・マテリアリティの特定に含まれる全ての事業体（子会社、ジョイントベンチャー、投資先など）の特定
リスクと機会
・重要なリスクと機会（環境、社会課題、メガトレンド含む）についての概要 ・重要なリスクと機会を生み出す要因（競争、技術、法的、規制、金融市場など）の特定 ・重要なリスクや機会の発生可能性の度合い ・主要リスクの軽減・管理、または、主要な機会からの価値創造プラン ・主要なリスクと機会が企業の戦略、ビジネスモデル、実行予定の計画、KPIにどのように影響を与えるか
戦略・資本配分
・短・中・長期の戦略的ゴールが特定 ・ゴールとバリュードライバーとのリンク ・短・中・長期のゴールや目的が達成されたかを確認するための指標の有無 ・企業の戦略の実行を可能にする競争優位性の源泉（人的、知的、財務、自然資本など）の特定
パフォーマンス
・「計画値を達成したか」「リスクを管理したか」「機会を活かしたか」についての定量情報の開示 ・資本類へのポジティブおよびネガティブな影響についての説明 ・主要なステークホルダーのニーズや関心ごとに対する対応状況 ・現時点でのパフォーマンスと、組織の短・中・長期の戦略的ゴールとのつながりについての説明
展望
短・中・長期において直面すると予測される外部環境の特定 その外部環境がどのように組織に影響を与えるかの説明 現時点で起こりうる可能性が高い重大な課題や不確実性に対する対応状況の説明 外部環境の変化が戦略的目的の達成に与える影響 外部環境の変化により組織が利用する資本の「利用可能性」「質」「経済的入手可能性」はどのような影響を受けるか（継続的に採用可能なスキルの高い人材や自然資本など）

(出所) A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countriesをもとに筆者作成

をつなぐ対話のツールである。このツールにより、双方が企業の価値創造ストーリーを共有することができる。世界では、70カ国で2,500社以上が統合報告書を発行している（注3）。日本の統合報告書発行企業は、上場企業を中心に579社あり（注4）、その数は年々増え続けている。南アフリカでも統合報告書を発行している企業は多い。ただし、日本と異なり、南アフリカの主要取引所であるヨハネスブルグ証券取引所に上場している企業には、統合

報告書の作成が義務付けられている。発行企業の「数」からは、日本企業は国際的に見ても主体的・積極的に統合報告書に取り組んでいるように見える。

ここで統合報告書の国際比較における日本の評価を知るために、ある分析を紹介したい。“A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries（注5）”はRobert G. Eccles教授他による世界10カ国（計50社）の統合報告書を比較・評価した論文で

ある。国際統合報告フレームワークで求められている開示原則の1つである「マテリアリティ」と7つの内容要素のうち「リスクと機会」「戦略・資本配分」「パフォーマンス」「展望」に焦点を当て、評価基準（図表1）を定めている。

この分析は、「短・中・長期における組織の価値創造能力についての説明の質」を評価している。つまり、国際統合報告フレームワークで求められている一つ一つの項目に準拠しているかどうかを評価するものではない。

分析対象国は、ブラジル、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、南アフリカ、韓国、英国、米国である。日本の総合順位は、10カ国中7番目となった。

任意で統合報告書を作成している日本において、この総合順位の結果や意味をどう捉えるかは様々であるが、国際統合報告フレームワークの理解度・適用度を今後高めていくことは、日本企業および建設的対話の相手である投資家にとってもメリットが高いと考える。

なぜなら、統合報告書の作成ガイドの役割である国際統合報告フレームワークは、企業サイドと投資家サイドをつなげる文法書のようなものだからである。言葉の定義やつながりが理解されて初めて、コミュニケーションが成り立つ。スムーズなコミュニケーションのためには、単語の意味だけでなく、文法も理解しておく必要がある。

統合報告書はその名が示す通り、情報のつながり（結合性）が重要である。その、情報

間のつながりがあることで効果的に情報を伝達できる。単なる情報の塊であれば、単語を知っているだけである程度理解ができるかもしれない。一方、情報間のつながりを理解するには、双方が同じ文法を理解している必要がある。

■ 2. 企業価値評価への影響

～統合報告書は企業価値評価に役立っているのか～

統合報告書の発行数は年々増えているが、統合報告書の企業価値評価における影響や効果はどの程度明らかになっているだろうか。日本と同じく統合報告書の発行企業数が多い南アフリカの企業を対象とする論文についていくつか確認してみたい。

まず、Barth *et al.* (2017) ^(注6) では、「統合報告書の質」が「株式流動性」「資本コスト」「将来キャッシュフローの予測」にどのような影響を及ぼすかについて検証している。なお、統合報告書の質は、国際統合報告フレームワークで求められている要素の有無（準拠性）ではなく、統合報告書が「組織の戦略と価値創造プロセスについて読み手に理解を与えるものであるかどうか」で評価している。結果として、統合報告書の質と株式流動性および将来キャッシュフローの予測には、ポジティブな関連性が確認されている。一方、統合報告書の質と資本コスト間には関係性を示す証拠はなかったことが示された。

Zhou *et al.* (2017) (注7) では、国際統合報告フレームワークへの準拠レベルの改善が高まると、アナリストの予測誤差が減少することが明らかとなった。また、特定の報告企業においては、準拠レベルの改善が、後の資本コストの減少と関連性があったことが示された。統合報告は、既存の報告メカニズムよりも資本市場にとって有用な情報を漸進的に提供している、と結論づけている。

先行研究からは、統合報告書のバリュエーション上の効果が十分に得られているとは言えないが、投資家はこのような研究の結果を踏まえた上で日本企業と対峙すると良いだろう。今後、日本においても統合報告書の「数」ではなく、「質」と企業価値評価との関連性についての実証研究が行われることに期待したい。統合報告書は、「企業と投資家の情報ギャップを埋める有用な媒体であるかどうか」「より企業の実態を反映した企業価値評価に影響を与えているかどうか」、これらの問いが明らかにされることが重要だ。

3. 国際統合報告フレームワークの改訂手続きと世界的な動向

2021年1月、改訂版国際統合報告フレームワークは公表された。国際統合報告フレームワークが最初に公表されたのは2013年12月である。発行元である国際統合報告評議会(IIRC)は、発行当初より「国際統合報告フレームワークは今後の実務の蓄積の中で発展

(evolve) させていくものであり、将来的に改訂を行う」との姿勢を示していた。

2020年に改訂プロジェクトが発表され、55地域の1,470の個人とのコンサルテーションが実施(注8)された。以下に挙げる投資家サイドからも、コンサルテーションドラフトに対する正式コメントが提出されている。

- ・ Principles for Responsible Investment (国連が支援する投資家ネットワークでサステナブル投資を推進)
- ・ Calvert Research and Management (米国で最大の責任投資会社の1つ)
- ・ Cbus Super Fund (オーストラリアの建築業界企業年金基金)
- ・ Eumedion (オランダ版機関投資家団体)

このように、今回の改訂版統合報告フレームワークは、適切な手続き(コンサルテーション)を踏まえて得られた世界からのフィードバックが反映された開示枠組である、という点は再度認識しておくべき点であろう。また、IIRCは、SASBと2021年6月に合併し“The Value Reporting Foundation (VRF)”という新組織に移行したことに着目しておきたい。この合併は、包括的で一貫性のある企業報告システムの確立に向けた大きな前進になることが期待されている(注9)。このような統合報告をめぐる世界的な動きを念頭に置き、今回の改訂版国際統合報告フレームワ

ークの改訂ポイントについて概観していきたい。

■ 4. 改訂版国際統合報告フレームワークのポイントと事例

今回の改訂版では、これまでの実務の蓄積の中でフレームワーク上の解釈にばらつきのある点や説明が不明瞭な点をより明確化することに重点が置かれている。企業側が改訂ポイントを統合報告書に反映していくためには、統合報告書の紙面上の改善の範囲を超えた対応が必要だ。例えば、社内での統合報告書作成プロセスの見直し、統合思考の浸透強化、経営陣の巻き込みなど、より組織的な取り組みの改善の検討とアクションを要する。

以下、3つの主要改訂ポイントである①ガバナンス責任者による責任表明、②アウトプットとアウトカムの明確化、③価値の創造 (Creation)・維持／保全 (Preservation)・破損／破壊 (Erosion) について確認する。

① ガバナンス責任者による責任表明

ガバナンス責任者による責任の表明とは、統合報告書の責任者（トップレベルの説明責任）を明確にすることである。これにより、投資家やその他の統合報告書ユーザーに対して、「統合報告書の質、信頼性、誠実性 (Integrity) の向上」といったメリットをもたらす。

ガバナンスの制度や体制は、国・地域・企

業ごとに建て付けが異なるため、これまでは「ガバナンス責任者とは誰か」についての理解・解釈が企業ごとに異なっていた。改訂版フレームワークでは、ガバナンス責任者を、「組織の戦略的方向性と説明責任・受託者責任を負う人や組織。例えば、取締役会など」と定義されている。

日本企業においても、「ガバナンス責任者」として、取締役会や取締役、執行役等が特定され、統合報告書において責任表明が開示されることになろう。なお、今回の改訂では、従来求められていた「全てのガバナンス責任者の説明責任表明」は削除され、開示要件が簡素化された。

ガバナンスメンバーによる責任表明では、以下に挙げる項目についての記載が含まれることが望ましいとされている。

- ・ 統合報告書の誠実性 (Integrity) を保証する責任が、ガバナンスメンバーにあることについての認識
- ・ 統合報告書がどの程度国際統合報告フレームワークに従って表示されているかについての意見または結論

また、統合報告書という成果物に対してだけでなく、その作成プロセスに対するガバナンス責任者や関連委員会の役割などの記載も奨励されている。日本企業の中でも、統合報告書の責任者や編集体制を明記している事例も見られる。一方、その内容は取締役会レベルの関与がどの程度であったかまでは具体的に把握することはできない。

(図1) アウトプットとアウトカムの違い



ここで、オランダの保険会社であるAEGONがどのように開示しているのか確認する。AEGONの統合年次報告書^(注10)では、責任表明ページを“In Control Statement”と題して^(注11)、見開き2ページを割いている。1ページ目は主に財務に関する責任表明、2ページ目は財務・非財務を包括したアニュアルレポート全体に対する責任表明である。具体的な記載内容として、財務諸表作成に関するマネジメントの関与、財務報告に対するリスクについての取締役会による表明、財務諸表と年次報告書の責任が取締役会にあること、マテリアリティや重要なオーディエンスの特定、価値創造と長期の財務パフォーマンスのつながりについての理解、などが挙げられる。最後のパラグラフでは、「Aegonの取締役会として、当レポート及びそのコンテンツについての最終的責任を負う」「…我々にとって統合報告書とは、我々のビジネスに影響を及ぼす財務及び非財務ファクターを理解

し、その理解を深め、より良い統合的意思決定へとつなげるためのものである」との記載があり、CEOおよびCFO両名の署名が入っている。

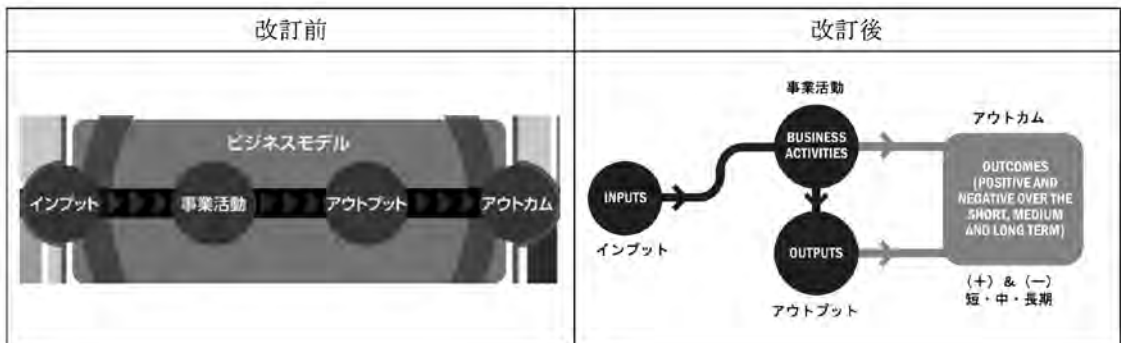
日本においては、統合報告書に記載の内容は監査対象外である。従って、ガバナンスメンバーの統合報告書の作成およびマテリアリティ特定への関与度は、統合報告書が信頼に値するものであるかどうかを判断する上での重要な手がかりの1つとなる。

② アウトプットとアウトカムの明確化

IIRCは、2016年に50社をランダムに選択し、統合報告書に対するレビューを実施した。その結果、「アウトプット」と「アウトカム」のコンセプトに対する混同・混乱が示された。更には、3分の2もの企業において、ビジネスモデルにおけるアウトカムの扱いが完全に間違っていた^(注12)。

改訂版においては定義の明確化、事例の提

(図表 2) 改訂前後におけるビジネスモデル



(出所) 国際統合報告フレームワークより抜粋

示、ビジネスモデル図の変更がなされている。そのため、以下で定義、事例、変更点を確認する。

【アウトプットとアウトカムの定義】

アウトプット；組織の主要な製品やサービス

アウトカム：組織の事業活動およびアウトプットからもたらされる資本への内的／外的結果の結果（＋：ポジティブ／－：ネガティブ）

【アウトプットとアウトカムの事例】

アウトプットとアウトカムの違いを説明するために自動車業界を取り上げている（図 1）。

【ビジネスモデル図の変更点】

従来のビジネスモデルでは、アウトプットから伸びる矢印が直接アウトカムにつながっていたため、アウトプットからの

みアウトカムがもたらされるという誤解が生じていた。そこで、改訂版では、アウトプットおよび事業活動の両方からアウトカムがもたらされることを示す図に変更されている（図表 2 改訂前）。

自社のケースに当てはめて、アウトプットとアウトカムの違いを整理すると良いだろう。

③ 価値の創造（Creation）・維持／保全（Preservation）・破損／破壊（Erosion）

さまざまな資本類の組み合わせを通じて行われる企業活動の成果は、資本の増加と減少の影響を社内外に及ぼす。そのため、統合報告書では、プラスおよびマイナスの影響を「価値」の増減で捉える。今回の改定版では、価値の「創造」だけでなく、「維持／保全」や「破壊／破損」といった用語が新たに追加された。つまり、価値の変動についてより具体

的な内容の開示が期待されることになる。

ここで、南アフリカ共和国の鉄鉱石生産企業であるKumba Iron Oreの統合報告書2020を確認する。アウトカム（価値）の開示では、人的資本、関係資本、自然資本、財務資本、製造資本、知的資本のそれぞれに対して、ポジティブ（✓）、ニュートラル（-）、ネガティブ（×）の3つの観点で踏まえた記載がなされている。また、括弧内で記載されている独自の記号（✓、-、×）を用いて、視覚的なわかりやすさの工夫がなされている。

例えば、人的資本の記述箇所では、ポジティブ（✓）およびニュートラル（-）なインパクトを確認できる。

（✓） 強固な安全・労働衛生パフォーマンスの持続

（✓） Covid-19に対する迅速かつ効果的な対応の保証

（✓） Covid-19期間における全従業員の各状況に応じた様々な取り組み・全従業員の安全の確保

（✓） 2020年7月1日から2023年6月30日までの労働協定を3つの労働組合と成功裏に締結した。

（✓） 2020年4月の（ロックダウン）14日間に対し、全従業員の基本給与の支払い、従業員退職基金拠出や医療補助を維持した。

（✓） 従業員のスキルセット、ウェルビーイング、多様性に対するコミットメントをさらに強化した。

（-） 8人の従業員が労働調停委員会（CCMA）へ苦情が寄せられた。（2019年度は31件）

また、関係資本では、ポジティブおよびネガティブなインパクトについても確認ができる。

（✓） 従業員との強い関係性の維持を継続した。

（✓） 定期的なエンゲージメント、強固な規制対応、トランスフォーメーションと開発目標の好調なパフォーマンスによって、政府（中央、地域・地方含む）との関係性を構築した。

（✓） Covid-19の課題を減少させるためTransnet株式会社と協業し、パートナーシップを強化した。

（✓） 強固な財務パフォーマンスを通じて株主及び投資家コミュニティからの信頼度を維持した。

（✓） Covid-19の世界的流行期間において、地理的に多様な顧客ポートフォリオの恩恵を受け、中国以外で迅速に市場シェアを取り戻すことができた。

（✓） Covid-19に対する包括的な対応も含めて、積極的なエンゲージメントや経済的机会、インフラ、サービスの提供を通じてコミュニティとの関係性を促進した。

（×） 主に環境インパクトに関連して、45のコミュニティから苦情があった。

（×） Covid-19のロックダウン規制の結果、計画していたコミュニティ開発プロジェクトが未着手となった。

Kumbaでは、「持続可能な方法でステークホルダーとの共有されたゴールの達成を確実なものとしていくために、資本間の関連影響を注意深くレビューし、最も効果的な資本間のトレードオフを特定する^(注13)」としている。

企業側が、ポジティブおよびネガティブな資本への影響、また、それらのトレードオフの関係を把握できているかどうかは、投資家が投資先企業の意思決定の質を評価する上でも重要な要素となる。

■ 5. 情報ギャップを埋める ～Q&Aを超えた建設的対話に向けて～

統合報告書は、発行することがゴールではない。今、企業と投資家に求められているのは、建設的対話である。そして、統合報告書は建設的対話のツールとして活用されることが期待されている。一方、実態としては、多くの企業および投資家サイドにおいて、従来型の質疑応答（Q&A）の域を越えた建設的対話を十分にデザインできてるとは言えない。

「責任ある機関投資家」の諸原則であるスチュワードシップ・コード^(注14)では、「4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」ということが盛り込まれている。つまり、投資家の役割として、企業側に質問をして回答を受け取るだけでは不十分

だ。投資家には、投資先企業がより良い企業になるためにはどうしたら良いかについて真に考え、企業側にフィードバックしていくことが求められている。

ここで、企業と投資家の建設的対話に向けた姿勢として、アマゾンの創業者であるジェフ・ベソスの考えを確認したい。アマゾン、NASDAQに上場した1997年のアニュアルレポートに掲載した「株主のみなさまへ」^(注15)というメッセージを毎年「再版（reprint）」という形で発行している。1997年から変わらず掲載されている再版の内容は、「長期思考」「顧客へのこだわり」「ビジネスのインフラ」「私たちの従業員」「1998年のゴール」で構成されている。その内、「長期思考」のセクションでは、「当社は長期の視点を重視していることから、他の企業とは異なる意思決定やトレードオフの検討をすることがある。そのため、当社の基本的な経営方針や意思決定アプローチについて株主と共有し、株主も自身の投資哲学と合致しているかどうかを確認してほしい」という記述がある。まさにこの一文は、企業と投資家の双方が建設的対話を行うために共有しておくべき重要な前提であると考えられる。

投資家サイドでも、責任投資報告書やスチュワードシップ報告書を作成する企業が増えてきている。企業と投資家の双方が開示を行うことで、お互いの経営哲学と投資哲学について理解を深め、より良い未来づくりを行っていくことが重要だ。統合報告書は企業と投

資家の情報ギャップを埋めるための一つの有効なツールではあるが、それは対話をセットとして活用されるものである。

ガバナンスの役割の一つが経営の透明性を高めるとされている以上、企業は、「統合報告書はガバナンスの責任である」との認識を持つことが重要だ。そして、ガバナンス責任者による責任表明を通じて、企業が統合報告書を「経営マター」として取り組む姿勢と覚悟を外部へ発信する必要がある。投資家も企業側の統合報告書を作成する思考フレームを理解し建設的対話に臨むことで、投資先企業の企業価値評価の精度を高めることに期待したい。

※文中で使用されている日本語訳は著者による翻訳であり、正式な翻訳ではないことをご理解いただきますようお願いいたします。

- (注1) WICI (The World Intellectual Capital/Assets Initiatives) 無形資産 (特に知的資本) の報告・開示について主体的に取り組む唯一の団体。https://wici-global.com/index_ja/what-wici/about/
- (注2) SASB (Sustainability Accounting Standards Board) 財務上重要であり投資家の意思決定に寄与する、サステナビリティ会計基準を開発するために設立した非営利組織 https://www.sasb.org/
- (注3) https://integratedreporting.org/news/iirc-publishes-revisions-to-international-framework-to-enable-enhanced-reporting/
- (注4) http://cvrl-net.com/archive/pdf/list2020_202102.pdf
- (注5) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3345590
- (注6) Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L. and Venter, E. R. (2017), “The economic consequences

associated with integrated report quality : Capital market and real effects”, Accounting, Organizations and Society, Vol. 62 No. Supplement C, pp. 43–64.

- (注7) Zhou, S., Simnett, R. and Green, W. (2017), “Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?”, Abacus, Vol. 53 No. 1, pp. 94–132.
- (注8) https://integratedreporting.org/news/iirc-publishes-revisions-to-international-framework-to-enable-enhanced-reporting/
- (注9) https://www.sasb.org/blog/answering-your-questions-about-the-value-reporting-foundation/
- (注10) Aegon’s Integrated Annual Report 2020
https://www.aegon.com/contentassets/5a2428e87caf4185abb1ff55f476f147/aegon-integrated-annual-report-2020.pdf
- (注11) “In control” には、「管理して、主導権を握って、事態を掌握して、状況をよく把握して」という意味がある。
- (注12) IIRC’s Companion Document, May 2020
https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2020/05/COMPANION-DOCUMENT_May-21_IIRC.pdf
- (注13) Kumba Iron Ore Limited 統合報告書 2020 (P40)
https://www.angloamericankumba.com/~media/Files/A/Anglo-American-Group/Kumba/investors/annual-reporting/reports-archive-2020/kumba-iar-full-report-2020.pdf
- (注14) 金融庁 スチュワードシップ・コード
https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf
- (注15) Amazon 2020 Letter to Shareholders https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/2021/ar/Amazon-2020-Shareholder-Letter-and-1997-Shareholder-Letter.pdf

