

なぜ、日本では統合報告書が重視されるのか

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 世界的に強化される非財務情報開示規制

日本では、統合報告書を公表する企業が増えている。日本企業の時価総額上位企業のほとんどは統合報告書を発行している一方、先進国の時価総額上位20社（米国18社、欧州2社）のうち統合報告書を発行している企業は、ノボ・ノルディスク（デンマーク）のみ、と普及率が低い（2023年7月末）。そこで、海外で統合報告書があまり重視されない中で、日本企業にとっての統合報告書の必要性について検討を進める。

世界初の本格的な資本市場法制は、米国でつくられた。1933年証券法、1934年証券取引所法により、財務諸表の任意監査であった慣行が、法定監査の制度に転換した^(注1)。継続開示義務の対象となるのは、日本の有価証券報告書に相当する年次報告書（Form 10-K）、四半期報告書（Form 10-Q）、臨時報告書（Form 8-K）である。

日本では1899年に、商法（会社法）上の情報開示、1948年に、証券取引法（金融商品取引法）上の情報開示が実施された^(注2)。上場会社の場合、金融商品取引法による法定開示と証券取引所による適時開示に分けられる。

欧州では、1993年の欧州連合（EU）発足後、1999年にユーロが導入された。これを契機に、EU加盟国の資本市場法制を高度化する金融サービス行動計画（FSAP）を策定された。

2010年代以降、欧州が、世界の非財務情報開示規則の整備のリーダーになっている。非財務情報の中心は、第一に、環境を中心としたサステナビリティである。空調機の普及率が低い欧州では、2003年の熱波で7万人以上、2022年は6万人以上が死亡した^(注3)。このため、気候変動に対して敏感である。第二に、女性活躍である。2009年のリスボン条約(改正EU基本条約)では男女平等の促進を規定し、それ以降、女性の社会進出の取り組みが加速した。

EUでは、2014年の非財務情報開示指令(NFRD)により、従業員が500人以上の企業(1.2万社)に対し、環境・社会課題への企業の方針、取り組みなどを求めている(2018年施行)。2023年に、対象範囲を拡大した企業サステナビリティ報告指令(CSRD)が発効した。

欧州は、EU加盟国27カ国と英国、スイス、ノルウェーなどが協調して動くことが多い。IFRS財団、その傘下の国際会計基準審議会(IASB)と国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)の本部はロンドン、金融安定理事会(FSB)の本部はスイスのバーゼルなどにある。

2021年に、IFRS財団がISSBを設立し、サステナビリティ開示基準を策定している。サステナビリティ全般に関する基準(IFRS S1)と気候変動に関する基準(IFRS S2)を2023年6月に公表した。国際財務報告基準(IFRS)のサステナビリティ版であり、TCFD(民間タスクフォース)の枠組みに沿った開示を求める。IFRS S1とS2の早期適用は、2024年1月1日以降の事業年度から可能である。日本版のS1とS2の基準が2024年度中に確定する見込みであり、2026年3月期の有価証券報告書から早期適用が予想される^(注4)。

欧州はIFRSに対して強い影響を持つ。日本では時価総額上位企業を中心にIFRS導入上場企業は254社ある(2023年5月19日時点、出所:日本取引所グループ)。

2015年に、TCFDが設置され、統合報告書などサステナビリティ開示(任意)が進展している。日本でTCFDコンソーシアムが2019年に設立された^(注5)。世界のTCFDの賛同機関・者数4,711のうち、日本は1,416と国別で最多であり、全体の30.1%を占める(2位英国11.1%、3位米国10.4%、2023年7月25日現在)。

米国では、ジョー・バイデン政権誕生後、非財務情報開示に対して前向きに取り組んでいる。2020年に、SECはRegulation S-K(SEC提出書類の報告要件を定めたガイダンス)を改訂し、人的資本に関する開示を義務付けた^(注6)。開示内容は企業の裁量に委ねられるが、従業員の多様性・公平性・包摂性(DE&I)が最も一般的である^(注7)。また、米国のパリ協定復帰により、SECが気候関連開示の規則化を予定している^(注8)。

ただし、これらに積極的な民主党と、消極的な共和党の対立は徐々に先鋭化している。

仮に、ドナルド・トランプ前大統領が来年の大統領選挙で勝利すれば、再度、パリ協定から離脱し、気候関連開示は後退する可能性がある。

■ 2. 統合報告書とは何か

統合報告書は、財務情報と非財務情報を統合した報告書である。2013年に、国際統合報告評議会（IIRC）は統合報告書の作成に係る指導原則や内容要素をまとめた「国際統合報告フレームワーク（The International <IR> Framework）」を公表した（2021年に改訂）。

フレームワークは、原則主義に基づいており、どのように情報を作成・報告するのかを定めた7つの指導原則、何を報告するかを定めた8つの内容要素を設けている（注9）。2022年時点で、2,500社以上が、<IR> フレームワークを導入しており、地域別にはアジア太平洋が43.1%、欧州が25.1%、中東・アフリカが23.1%を占める（注10）。米州で導入している企業は比較的少ない。

IIRCは、2010年に規制者、投資家、企業、基準設定主体、会計専門家及びNGOにより構成される国際的な連合組織として設立された。2021年に、IIRCは、サステナビリティ会計基準審議会（SASB）と合併し、価値報告財団（VRF）が設立された。2022年に、VRFはIFRS財団に統合された。

サステナビリティの取り組み、開示を行う上で、マテリアリティ（重要性、重要課題）を特定することが求められる。サステナビリティが企業の財務（投資家）に与える課題を「シングル・マテリアリティ」、ステークホルダーの観点から財務のみならず、社会、環境に与える課題を加えたものを「ダブル・マテリアリティ」と呼ぶ。TCFDは前者の考え方であり、EUのNFRD（CSRD）は後者の考え方を採用する。世界的には「ダブル・マテリアリティ」が主流になるであろう。

■ 3. 日本企業は統合報告書発行に積極的

世界の中では、日本が統合報告書に対して最も積極的な国であると考えられる。時価総額上位10社中キーエンス以外の9社が何らかの名称で統合報告書を発行している。2022年時点で、日本企業は884社が自己表明型統合レポートを発行している（出所：企業価値レポート・ラボ）（注11）。2017年には331社であったので、2.7倍の増加である。うち、統合報告フレームワークを参照したレポートは586である。

KPMGによると、統合報告書を公表する日本企業884社中779社がプライム上場企業であり、これは東証プライム上場企業時価総額の83%に相当する^(注12)。名称は、統合報告書（統合レポート）が679社と最も多い。ただし、日本企業の統合報告書の情報の品質は、世界10カ国の国際比較で下位に属するとの調査報告がある^(注13)。

統合報告書を表彰するものとして、日経統合報告書アワードがある。参加企業数は、1998年の24社から2022年の387社に増加している。2023年は、伊藤忠商事、オムロン、レゾナック・ホールディングスの3社がグランプリに選ばれた。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も、優れた統合報告書を選定し、評価している^(注14)。2023年に関し、4機関以上の運用機関から高い評価を得た「優れた統合報告書」は、伊藤忠商事（7機関）、日立製作所（6機関）、オムロン（6機関）、リコー（6機関）、東京海上ホールディングス（5機関）、味の素（4機関）である。

■ 4. 欧米では統合報告書はあまり使われない

一方、欧米では、統合報告書はあまり利用されていない。米国では、時価総額上位10社の中で、法定開示とは別に、統合報告書を発行している会社はない。法律や規則で財務情報の開示内容が規定されており、非財務情報は別途開示すればいいので、そもそも「統合」して報告書を作成する必要性は低い。

米国企業は、年次報告書（10-Kレポート）以外にも、自社のウェブサイトで、写真や図表が豊富で比較的読みやすいアニュアルレポートを公表することは多い。時価総額10社中6社がアニュアルレポートを公表している（マイクロソフト、アルファベット、アマゾン等）。

米国の場合、財務情報を中心とした年次報告書（10-Kレポート）の開示規定が充実しているため、非財務情報であるESGレポートなどを任意で公表することが多い。たとえば、法定の年次報告書とは別に、時価総額1位のアップルはESG報告書、2位のマイクロソフトは環境とサステナビリティの報告書を公表している。3位のアルファベットは、複数の多様なESGに関わる報告書を公表している。

米国で統合報告書を公表しているのは、GE（2015年、2017年に公表）、イーライリリー（2020年まで公表）、フィリップ・モリス・インターナショナル、フォード・モーターなどである。

欧州時価総額上位10社のうち、ノボ・ノルディスク（デンマーク）、ノバルティス（ス

イス)、アストラゼネカ（英国）の3社が統合報告書を発行している。欧州で統合報告書を開示している企業は、2022年時点で600社前後である（出所：IFRS財団）。統合報告書という名で開示している場合もあれば、アニュアルレポートにIIRCのフレームワークを組み込んでいる場合も見受けられる。

■ 5. 構造的に統合報告書の利用者は減る

世界の上場企業の情報開示量は大きく増加しているが、これらの膨大な情報を誰が使うのか、というのは大きな論点である。統合報告書は、基本的に投資家のためにつくられる。ただし、年に一度程度しか開示されないでタイムリーではなく、かつ一般的な情報を網羅することが多いので、証券の売買の判断にはさほど有用でないと考えられる。

世界的に株式運用のパッシブ化が進み、アクティブ運用資産は大きく減少している。2022年までの10年間に、米国のパッシブ型株式投信と上場投資信託（ETF）に約280兆円（1ドル＝140円、新規投資・配当の再投資含む）が流入し、国内のアクティブ型株式投信からは約270兆円の資金流出が起こった^{（注15）}。

世界の公募投信残高上位10本はすべてインデックス・ファンドである。さらに、米国を中心にパッシブ運用であるETFが大きく成長している。ブラックロック、バンガード、ステート・ストリートなどパッシブ運用会社の資産が大きく増えており、さらに、これまでアクティブ運用中心であったフィデリティもパッシブ運用が中心になりつつある。

日本においても、資産上位のファンドの多くがETFである。年金運用においても、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の日本株保有は、50.3兆円（資産構成割合24%）であるが、パッシブ比率は93%である（2023年3月末時点）。日銀のETF時価保有額は53.2兆円であり、これらはすべてパッシブである。このように、日本株の大手保有者の資産のほとんどはパッシブである。

中には、「ESG投資が拡大しているので、統合報告書によってこれらの投資家にアピールし、結果として、株価上昇が期待できる」という見方がある。しかし、最大の米国株ETF（SPDR S&P 500 ETF）は60.5兆円（8月8日時点、1ドル140円）であるが、米国で最大のESGのETFであるiシェアーズ ESG Aware MSCI USA ETFの純資産額は1.8兆円にとどまる。このように、ESG運用の資産は小さい。

統合報告書の最大の問題点は、その量は多く、投資家がすべてを使いこなすのが難しいことである。2022年に日本企業が発行した統合報告書の平均頁数は75ページである（出所：

(図表1) 世界の運用会社総資産額過去10年増加額上位10 (2021年末)

	(兆円)	国	2021年末	増加額
1	バンガード・グループ	米国	1,185	927
2	ブラックロック	米国	1,401	910
3	フィデリティ・インベストメンツ	米国	593	353
4	ステート・ストリート・グローバル	米国	579	319
5	JPモルガン・チェース	米国	436	248
6	ゴールドマン・サックス	米国	346	230
7	キャピタル・グループ	米国	380	229
8	アムンディ	フランス	327	207
9	リーガル・アンド・ジェネラルグループ	英国	268	188
10	T.ロウ・プライス・グループ	米国	236	168

(注) 総資産上位50社対象。1ドル140円で換算。

(出所) Thinking Ahead Institute、Pensions & Investments

KPMG)。これを数百社読みこなすのは、現実的とはいえない。

6. 統合報告書の利用者は少数の重要なステークホルダー

これらを総合すると、世界的に資産運用のパッシブ化が進むにつれて、資産運用における統合報告書のニーズは減っていくものと思われる。ただし、それでも、以下の理由から、統合報告書の発行には大いに意味があると考えられる。

第一に、分厚い統合報告書を熱心に読むのは、その会社の大株主、社員、顧客、取引先、金融機関などの重要なステークホルダーであると考えられる。統合報告書は有価証券報告書よりも分かりやすく表現してある。さらに、非財務情報がそれに「統合」されていると、便利で読みやすい。必ずしも専門知識を持たないステークホルダーにわかりやすい統合報告書の作成は企業経営にとって重要である。

第二に、高品質で、量の多い統合報告書を作成するためには、経営トップを中心に全社をあげて作成する必要がある。このプロセスを通じて、自社のサステナビリティやDE&Iの考え方を整理し、組織全体に浸透させることができる。

第三に、パッシブ運用者であっても、議決権行使などにおいて、統合報告書を参考にすることがある。これは、直ちに株価を上げるものではないが、中長期的にその企業のガバナンスや株価などに大きな影響があると思われる。

今後、欧州の影響を大きく受けるISSBやIFRSは、サステナビリティやDE&Iなどの開

示を強化すると予想される。そして、女性活躍推進、カーボンニュートラル、デジタル田園都市構想を政策の中心に据える岸田文雄政権は、同様の方向で政策を実現するものと考えられる。

結論として、重要なステークホルダーにとってわかりやすい財務と非財務の情報を網羅する統合報告書作成に注力することは企業価値向上と株価上昇に貢献することが期待できる。

- (注1) 篠藤涼子「アメリカにおける財務諸表監査の制度化に関する一考察：追認型の制度化ケースとして」(経済学研究 第61巻第1・2号、2011年) 127～142頁。
- (注2) 小林和子「日本におけるディスクロージャーの歴史」(経営研究第53巻第4号、2003年) 1～16頁。
- (注3) Joan Ballester, Marcos Quijal-Zamorano, Raúl Fernando Méndez Turrubiates, Ferran Pegenaute, François R. Herrmann, Jean Marie Robine, Xavier Basagaña, Cathryn Tonne, 1, 2, 8 Josep M. Antó, and Hicham Achebak, "Heat-related mortality in Europe during the summer of 2022", Nature Medicine Vol. 29 No. 7, 2023, pp1857- 1866.
- (注4) サステナビリティ基準委員会「現在開発中のサステナビリティ開示基準の今後の計画」(2023年8月3日)
- (注5) 池田賢志「日本におけるTCFDへの取り組みの広がりとその意義、そして今後の展望」(資本市場417号、2020年5月) 4～12頁。
- (注6) SEC, "SEC Adopts Rule Amendments to Modernize Disclosures of Business, Legal Proceedings, and Risk Factors Under Regulation S-K", August 26, 2020
- (注7) Gibson, Dunn & Crutcher, "Discussing Human Capital: A Survey of the S&P 500's Compliance with the New SEC Disclosure Requirement One Year After Adoption", November 10, 2021
- (注8) SEC, "SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors", March 21, 2022
- (注9) IIRC 「国際統合報告〈IR〉フレームワーク」(2021年1月)
- (注10) IIRC, "The growing momentum for integrated reporting. Part 1", September 27, 2022
- (注11) 企業価値レポート・ラボ、「国内統合レポート発行企業等リスト2022年版(確報版)」(2023年2月)
- (注12) KPMG 「日本の企業報告に関する調査2022」(2023年4月)
- (注13) Robert G. Eccles, Michael P. Krzus, and Carlos Solano, "A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries", March 2, 2019, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3345590> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3345590>
- (注14) GPIF 「GPIFの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」」(2023年2月22日)
- (注15) ICI, "2023 Investment Company Fact Book", May 2023

