

**コーポレートパフォーマンス：
投資家は何を知りたがっているのか？
統合報告を活用して力強いストーリーを語る**



目次

はじめに	3
エグゼクティブサマリー	4
調査結果	6
企業報告書の質の良さは、経営の質の良さを表す	6
ビジネスモデルは詳細に、かつ戦略とのつながりを明確にして報告すべき	7
戦略に関する報告書では、主要な優先課題とアクション、そしてそれらの進捗状況も報告する	11
リスク開示を効果的に行うには、具体的に説明し、戦略との関連ならびに経営者の意見を示す	12
KPIは戦略、リスク、報酬とのつながりを明確にして説明する	14
公表された情報の関係が明確に示されていると、投資家の分析に役立つ	15
アニュアルレポートの信頼性と網羅性は、高く評価されている	16
おわりに	19
付属資料：調査対象	20
お問い合わせ先	21

はじめに

統合報告の重要性が高まっている

経営者が市場に向けて公開する正式な企業報告書の効果を最大化したいなら、投資家やアナリストのニーズを理解することは欠かせない。プロの投資家の情報ニーズを幅広く分析したシリーズの第2弾となる本報告書では¹、企業報告の統合性を高め、自社のパフォーマンスをめぐるストーリーを最も効果的に発信するために、経営者に何ができるかに注目する。

ここ数年、事業価値の原動力は大きく変化した。今や時価総額の大部分が無形資産の価値で決まる²。企業のリーダーはこれまで以上に幅広い視野で事業課題を検討し、報告する必要があると認識している。CEOの74%が、自社の活動が社会面、環境面、税金面、経済面に及ぼす総合的な影響を測定し、報告することは長い目で見れば自社の成功に貢献すると答えている³。総合的な影響には、企業が事業活動を行っている地域社会の保健医療や教育に及ぼす社会的影響、大気、土壌、水質に対する環境面での影響、公共財政に対する企業の税金面での影響、付加価値や雇用を創出することによる経済面での影響といったものが含まれる。同時に投資家は、分析のために企業報告を読む際には、戦略、ビジネスモデル、リスク、業績指標の全てが重要であり、また市場全体の要因、企業とステークホルダーの関係、資源などへの依存状況も重視すると、異口同音に語った。

しかし現状では、このような幅広い情報を伝達できるような報告の仕組みが整っていない企業が大半である。また戦略から財務実績に至るさまざまな要素のつながりを明らかにして、自社の姿を包括的にストーリーとして語ることもできていない。過去の財務実績を中心とした企業報告がまだ主流であり、しかも情報は縦割りで分断されたままだ。

こうした状況を変えるための取り組みも進んでいる。国際統合報告評議会(IIRC)が開発した国際統合報告<IR>フレームワークもその一つだ。このフレームワークを活用することによって企業はより統合的な意思決定が可能になり、市場に対して充実した知見を提供する報告ができる。さらにSustainability Accounting Standards BoardやGlobal Reporting Initiative、Accounting for Sustainabilityといった組織も、変化を推進している。世界の企業幹部の間にも、統合報告を目指そうという機運の高まりを示す兆候が見られる。米国のClorox、PepsiCo、英国のHSBC、Aviva、ドイツのBayer、オランダのAegon、シンガポールのDBS Bank、インドのTata Steelなど多くの企業が、統合報告に向かって歩き出したと語っている。

企業報告の統合化が進めば、そして事業における主要な関係性と成果が明確に示され、その統合化がさらに充実したものとなれば、個別のビジネスモデルごとにリスクと継続性を総合的に理解できる企業報告書が実現するだろう。経営者が事業について、戦略からビジネスモデル、リスク管理を経てキャッシュ創出へと至る流れを包括的かつ明確にストーリーとして語ることによって、その企業はレジリエントな企業として市場から高い信頼を得られるだろう。その信頼は最終的に、資本コストにも影響する。

本報告書は<IR>フレームワークを参照している。その基本的原則は、統合報告一般にも必須のものとして通用する。

本調査では世界各国のプロの投資家85人にインタビューを行い、彼らにとって最も価値の高い統合報告書を作成するための知見を得た。さらに現状の企業報告書の改善機会についても意見を聞いた。

¹ 本シリーズの第1弾「調整後業績数値を公表するにあたって」および今後発表予定の財務諸表注記に関するプロの投資家の見解をまとめた報告書を参照。

² Intellectual Asset Management誌がS&P500社を分析した結果、1975年には時価総額のうち無形資産が占める割合(簿価)は16.8%にすぎなかったが、2005年には79.7%に増大していた。

³ PwCによる2014年の世界CEO意識調査。

エグゼクティブサマリー

統合性の高い企業報告は、プロの投資家の分析を強化する

プロの投資家の仕事は難しい。企業のビジネスモデルがどのように機能し、経営戦略がどのように実践されているか、そうした企業活動がどのように姿を変えてパフォーマンスを実現し、価値を生み出しているのかを理解することが彼らの仕事だ。容易なことではない。そのため経営者がさまざまなチャネルを通じて質の高い統合的な企業報告を行い、企業の姿を明確かつ包括的にストーリーとして語ることであれば、投資家は助かる。さらには経営者自身の評価も高まり、資本調達への機会も増える。

将来に目を向けた統合報告への流れが加速している。それを踏まえてPwCは、役に立つ企業報告とはどんなものか、経営者が現状の企業報告を改善できるポイントはどこにあるかについて、世界のプロの投資家に意見を聞いた。投資家が示した見解は、次のとおりである。

- 企業報告書の質は、投資家の経営者に対する評価に影響を及ぼすのみならず、企業財務にも直接影響することもある。「戦略、リスク、機会、その他バリュードライバーに関してアニュアルレポートで公開した情報が、企業の資本コストに直接影響する」という意見に賛同しないと答えた回答者は、わずか11%だった。
- 質の高い企業報告書を作成するためには、ビジネスモデルを明確に説明することも重要だ。ビジネスモデルの説明においては大半の投資家が、企業がどのようにキャッシュを生み出し、また将来キャッシュに姿を変える価値を創造しているかを最優先に示してほしいと考えている。企業報告全体の中でも特に、ビジネスモデルの説明には大幅な改善の可能性がある。また主要な関係や資源への依存度も改善すべきである。

- ビジネスモデルについて実効性のある説明をするためには、全社戦略と結び付けて説明する必要がある。その際、戦略上の主な優先課題、目標達成に向けたアクションとその進捗状況も明らかにするべきである。このように経営者には、戦略、ビジネスモデル、リスク、資源への依存状況、パフォーマンスなどを含め、自社の姿を包括的に一貫性をもって語る事が求められているが、これはプロの投資家との対話の中で常に提示される要望である。
- ビジネスモデルに対する主要なリスクの開示では、多くの「効果のギャップ」が存在する。投資家は、そうしたリスクがどのように管理されているか、もしくはどんな軽減策が取られているかを知りたがっている。しかし潜在的リスクとその軽減策に対する経営者の考え方を理解することが重要であるにもかかわらず、現状では紋切り型の報告が多く、リスクの理解を妨げている。
- 企業分析においてオペレーションに関するKPIは財務情報のKPIと同じくらい重要だが、効果的な情報開示ができていない企業が多い。調査に参加した投資家の過半数(75%)が、KPIと報酬方針の関連を明確に示してほしいと望んでいる。
- 投資家は、企業報告で開示されるさまざまな要素の間のつながりを知りたいと望んでいる。調査に参加した投資家の87%が、企業の戦略目標、リスク、KPI、財務報告の間の関係が明確に示されていれば分析に役立つと答えている。
- アニュアルレポートは依然として、情報源としての価値が高い。財務情報だけでなく、ガバナンスの問題や環境面、社会面の問題、人的資本に関する情報源としても重視されている。またアニュアルレポートの中で、戦略、リスク、機会について説明することも重要だ。アニュアルレポートの主な強みは情報の信頼性と網羅性である。

統合性と質の高い企業報告を行うための原則

企業報告はさまざまな要素で構成されている。そうした要素を以下に示すが、そこに基本原則を適用することにより、企業報告書の有用性を大幅に改善できる可能性がある。目指すゴールは、事業の状況を包括的にストーリーとして語ることによって、情報の質と経営の質の両方に対する投資家の信頼感を最大化できる企業報告書である。

ビジネスモデル

- グループレベル、セグメントレベルの両面から、ビジネスモデルを明確かつ詳細に説明する。
- 図表に加え、文章による補足説明を組み合わせる方法を検討する。
- 競争優位性に関する情報の公開では慎重にすべき点もあろうが、プロの投資家が知りたいと望んでいる重要な情報(以下に例を示す)を提供できているかどうか検討する。
 - ビジネスモデルにおけるキャッシュおよび資本の流れ
 - 主要な関係や資源への依存度
 - バリューチェーン全体の中での自社のポジション
 - 将来の資源供給への依存度と、その資源供給に対する自社の影響

戦略

- 投資家が疑問を持つと想定される以下の点について、答えを提供しているか。
 - 自社の戦略のゴールは何か。優先事項は何か。
 - どのようにしてそれを達成するか。
 - 市場全体の中で、貴社はどんなポジションにいるか。
 - 長期的目標に対して、どの程度進捗しているか。
 - 変更事項はあるか。それはなぜか。

リスク

- 自社の状況が分かるよう具体的に、かつ詳細にリスクを説明する。経営者の見解であることを明確に示したうえで、リスク管理や軽減策について説明する。
- ビジネスモデル、戦略、財務パフォーマンスとのつながりが明確なリスク報告を行う。

KPI(主要業績評価指標)

- どんなKPIを使用するかを明確に示す。
- 自社事業のパフォーマンスを理解するために、なぜそのKPIが適しているのかを説明する。
- 開示したKPIと、自社の戦略、主要リスクの関係を説明する。
- KPIと報酬方針の関係を明確に説明する。

構成要素のつながり

- 戦略、ビジネスモデル、リスクからKPI、財務パフォーマンスに至る情報の流れは明確か、一步引いて全体を見渡してみる。
- 情報の探しやすさを考慮する。報告書全体の中から必要な情報を見つけやすくするために、情報の関連を表示したり、色分けで示したりなどの工夫を加えることはできないか。
- 別の発信方法についても検討する。投資家向けプレゼンテーションに、アニュアルレポートの該当箇所への参照が示されているか。さらに一歩進めて、市場向け報告書に電子的なリンクが張ってあるか。

アニュアルレポートとその他のチャンネル

- アニュアルレポートで、自社の全体像をできるだけ明確にストーリーとして語る。そこでのストーリーや主要なメッセージは、他のコミュニケーションチャンネルを使う場合も、明確にかつ一貫性をもって市場に伝える。
- アニュアルレポートで発信しているメッセージが信頼できると十分に納得してもらうには、どうすればよいかを検討する。
- プロの投資家が利用する情報源をコントロールする能力について検討する。質の高いダウンロードデータを提供できれば、株主やアナリストと適切にかかわることができる。それは可能か。

調査結果

「企業報告書が良くないと、印象も悪くなる。報告書のクオリティーが低い企業はガバナンスも不十分であることが多いため、株や社債を発行するときも懐疑的な目で見られる。質の良い報告をする企業の方が、長期的な投資を集めやすいだろう」

「似たようなことばかり長々と書いてある報告書を見ると、経営の焦点が定まっていなかったのではないかなと思う。私個人の意見だが、優れた企業報告書は、経営者の目が細部に行き届いていることの表れだと思う」

「透明性は信用格付けの要素の一つだ。透明性が不十分なことはマイナス要因になる」

一般にプロの投資家は、キャッシュフローや財務実績の数字ばかりに注目して企業を評価していると思われがちだ。もちろん、そういった数値は大切だ。しかし企業の真の姿を理解するためには、その他に数値の背景情報を正確に知ることも不可欠だ。経営者の側から言えば、数値に加えて中身の濃い背景情報を提供することによって、過去の実績だけでなく今後どこを目指すのかも含め、自社の包括的な姿を語る事ができる。

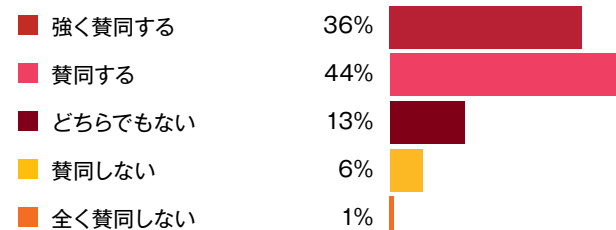
本調査ではプロの投資家に依頼し、企業が正式に公表する情報についてさまざまな要素を検討してもらった。検討対象はアニュアルレポート、投資家向けプレゼンテーション、ウェブサイト、プレスリリースなど、経営者が市場に向けて発信する全ての情報である。寄せられた回答から、プロの投資家が有益だと考えるのはどんな情報か、統合報告がいかに重要か、現状の企業報告を改善するにはどうするべきかといった点が明らかになった。正しい企業報告を行えば経営陣の評価も高まるし、株や社債の発行もやりやすい。

企業報告書の質の良さは、経営の質の良さを表す

企業経営者にとって、時間は貴重だ。その限られた時間の中で企業報告を優先するのはなぜか。プロの投資家は、正式な企業報告書の質が彼らの投資判断に直接・間接の両面で影響を及ぼし得ると語る。

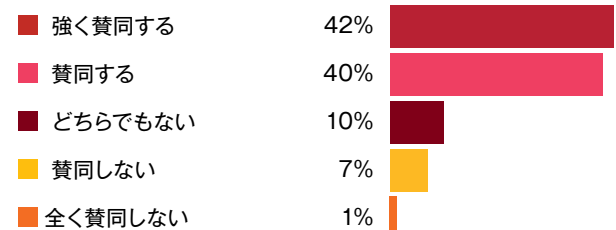
何らかの影響は、投資家やアナリストが経営をどう見るかという点にもかかわっていると思われる。本調査の回答者のうち80%が、企業報告書の質の印象が経営の質に対する印象を左右すると答えた。しないとはわずか7%だった。

企業報告書の質の印象は、経営の質に対する印象を左右する。



企業報告書の質が影響するのは、経営の質に対する見方だけではない。プロの投資家の82%が、企業が明確かつ詳細な情報を提供してくれた場合、自信を持った分析ができると答えている。これは長期的に、企業の資金調達力に跳ね返ってくる可能性がある。明確かつ詳細な情報を開示する企業は不確実性が低いと見なされ、低いリスクプレミアムで資金を調達できるからだ。

企業が明確かつ詳細な情報を提供してくれれば、自分の分析にさらに自信が持てる。



調査結果(続き)

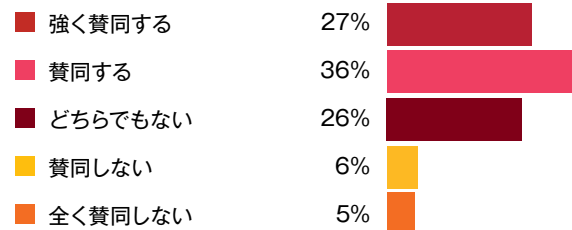
「アニュアルレポートで、戦略、リスク、機会、その他バリュードライバーに関する情報を公開することは重要だ。それによって投資家の経営者に対する見方が影響を受け、投資判断をも左右するからだ。さらには長期的なキャッシュ創出を算定する際の、さまざまなリスクプレミアムまで変わってくる」

「その影響は、直接には見えにくい。しかし財務状況を合理的に理解するには、ビジネスモデルと戦略のポイントを理解する必要がある」

「戦略決定の直接的な根拠になる情報ではないが、分析のプロセスでは欠かせない情報であり、財務情報の理解にも必要な情報だ。間接的ではあるが、影響はある」

今回の調査結果には、資本コストへの影響がはっきりと表れている。アニュアルレポートで公開した戦略、リスク、機会、その他バリュードライバーに関する情報が、企業の資本コストに直接影響することはないと考えている回答者は、11%しかいなかった。

アニュアルレポートで公開した戦略、リスク、機会、その他バリュードライバーに関する情報が、企業の資本コストに直接影響する場合がある。



投資家が直接的な影響を感じていなくても、戦略、リスク、機会、その他バリュードライバーの公開の質が資本コストに間接的に影響を及ぼす可能性はある。直接的な影響を感じるかという問いに「どちらでもない」と答えた回答者が26%いたことは、それによって説明できる。

これらの調査結果から、経営者に向けた以下のような明確なメッセージが読み取れる。対外的な報告書では、質と透明性が重要である。企業報告書の質は、プロの投資家が企業の経営の質をどう判断するかを左右するにとどまらず、企業の不確実性プレミアムにも反映され、資本コストにまで影響を及ぼすことがある。

アクション

自社のストーリーを包括的に語り、情報の質および経営の質ともに投資家から最大の信頼を得られるような企業報告ができていないか、十分に検討する。

ビジネスモデルは詳細に、かつ戦略とのつながりを明確にして報告すべき

多くの国や地域で、企業報告書でビジネスモデルを開示することが義務づけられている。EUの非財務情報開示指令はその一例だ。また南アフリカやブラジルでは、統合報告が義務化された。とはいうものの、ビジネスモデルを適切に開示するには、どのような報告書を作成すればよいのだろうか。投資家が付加価値を見いだす情報とは何か。どうすれば効果的な開示ができるのか。

本調査によるとプロの投資家は、分析という目的のためには、企業によるビジネスモデルの全般的な説明が重要だとしている。さらに、企業がどのようにキャッシュを創出しているか、また価値を創造しているかも重視している。主要な関係や資源への依存度、バリューチェーン全体の中での事業の位置づけ、将来の資源供給への依存度と影響に関する情報もかなり重視されていることから、企業の事業環境を幅広く把握したいというニーズがあることが伺える。プロの投資家は、企業がそれぞれの市場や事業環境の中でどうポジショニングされているのか、また地域のインフラや税収、市民社会にどのような影響を及ぼしているのか、限りある資源(水など)や価格の不安定な原材料にどの程度影響を受けるのかを明確に理解したいと考えている。

こうした情報は投資家にとって非常に価値があるのだが、全ての企業がこれらの情報を明確に伝えているとは言い難い。調査の結果、かなり大きな「効果のギャップ」があることが判明した。具体的には、企業がどのように価値やキャッシュを創出しているか、主要な関係や資源にどのくらい依存しているか、ビジネスモデル全体の明確な説明、といった点にギャップが存在する。それはビジネスモデルの開示がまだ発展途上であり、開示の内容、定義、形式について経営者がいまだ試行中であることを反映しているためだと思われる。

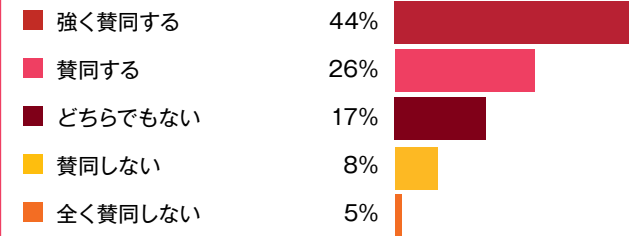
調査結果(続き)

「組織のビジネスモデルは、組織の戦略目的を達成し、短、中、長期にわたる価値創造を目的とした、事業活動を通じて、インプットをアウトプットおよびアウトカムに変換するシステムである」

IIRC 国際統合報告(<IR>) フレームワーク

ではビジネスモデルの効果的な開示は、どうすれば可能になるだろうか。投資家の70%が、どのように収益を生み出しているかを最優先に示してほしいと答えている。それには現在のキャッシュ創出と、将来キャッシュに姿を変える価値創造の両方を含む。また異なる意見を持つ投資家は、資本配分、事業の中でのキャッシュフローの流れ、また前述以外の主要な投入物への依存度といった要素も重要だと語った。こうした情報は企業の全体像を構成する背景情報であり、統合報告でもこれらの開示を目指している。

ビジネスモデルの説明では、収益を上げる方法を最初に示してほしい。



「アナリストにとって、企業のビジネスモデルを理解することの重要性はますます高まっている」

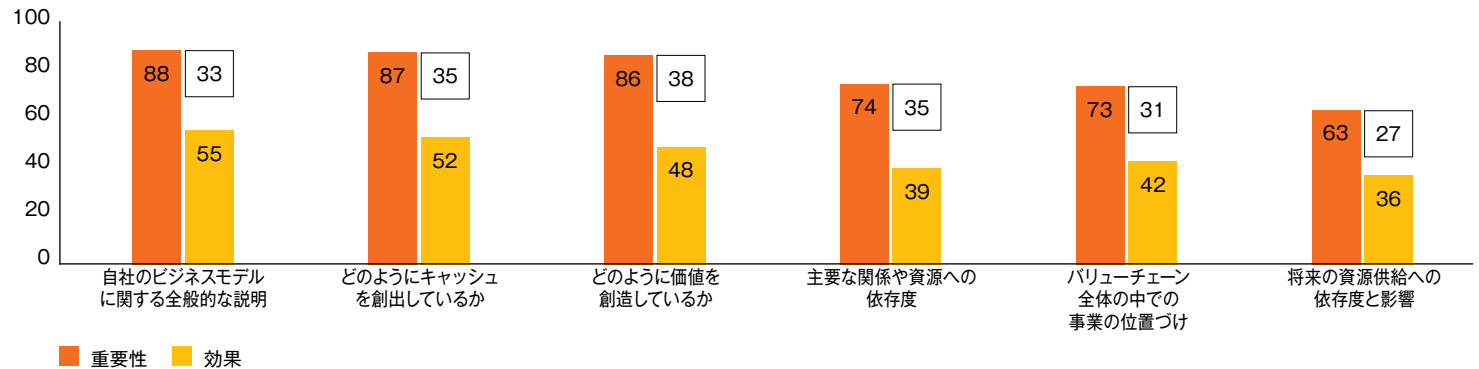
「事業内容が複雑な場合、収益を生み出す仕組みが見えにくく、十分に理解できないことがある。キャッシュ創出の状況を長期的視点で理解することは不可欠だ」

「資本配分がどのように機能し、資本が事業の中をどのように流れているか、どんな手法や基準でそれを評価しているかが決定的要因だ」

「全体的な依存関係はおおむね把握できるが、そこに登場する重要な関係者が誰なのかはほとんど分からない。戦略的視点から見れば、企業がバリューチェーンのどこに位置しているかは、非常に重要なことだ」

企業を分析する際、企業が公開する以下の情報は、それぞれどの程度重要ですか。また現在、企業報告全体から得ているそれらの情報は、どの程度有益ですか。

全く重要でない場合を0として、0~100の尺度で示した。



注: データはリッカートモデルを用いて解析した。重要性または効果に対し、全ての回答者が5点満点を付けた場合、数値は100となる。各棒グラフ横の枠内の数字は「効果のギャップ」。

調査結果(続き)

「全てにおいて、型どおりの方法ではいけないというのが私の基本的な考えだ。自社のビジネスモデルや戦略を明確かつ詳細に説明する能力は、経営者の必須スキルであるべきだ」

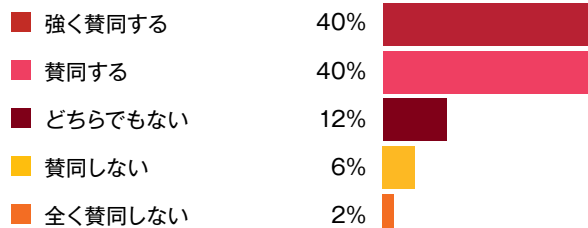
「グループレベルとセグメントレベルの両方のビジネスモデルを公表してくれれば理想的だ。それら全てがどのように一貫性を維持しているかを知りたい」

「収益を生み出す方法が明確にかつセグメントレベルで示されていることが重要だ。それが私の分析の基盤となる」

「1枚の絵は千の言葉を語ると思う。『これでもか』という量の説明は必要ない。必要なのは適切な情報だ」

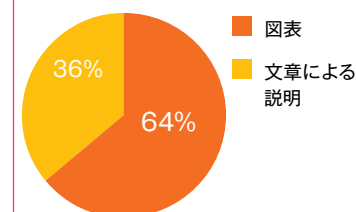
プロの投資家の5人に4人(80%)が、企業がビジネスモデルについて実効性のある説明をするためには、全社戦略と結び付けて説明する必要性を感じると語っている。ここでもまた、質の高い企業報告をするためには、つながりの明確さや統合が重要であることが強調されている。事業活動と財務上の成果の関連を明確に示すことによって、利用者にとって真に価値のある企業報告が可能になる。

ビジネスモデルの説明に実効性を持たせるには、全社戦略との関連を明確にする必要がある。

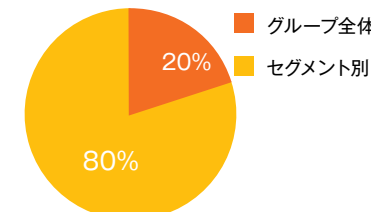


ではビジネスモデルの説明はどのレベルで行うべきだろうか。調査に参加した投資家のうち、グループレベルの説明を望んでいた人は20%にとどまった。セグメントレベルの情報の方が有益だというのが、大方の一致した見解(80%が賛同)のようだ。投資家はできるだけ細かい説明を望んでいると思われ、60%の投資家が、企業内の個別の事業がグループの中でどのように連携しているのかを説明してほしいと答えている点にも、そうした意向が見て取れる。情報ニーズに関してプロの投資家を対象にPwCが行った過去の調査でも細分化した情報が求められており、今回の結果と一致する¹。モデルの構築を最初から自分自身で行う場合、その基本的情報としてセグメント別、事業部門別の情報が必要になるため、そうした細分化した情報を提供することは不可欠だ²。

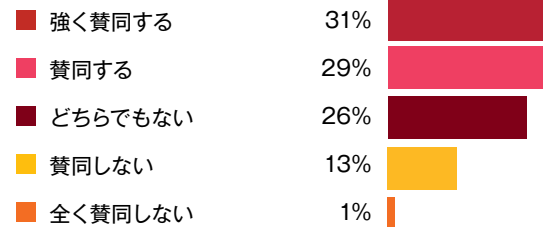
企業のビジネスモデルの説明は、どのような方法が好ましいですか。



企業のビジネスモデルの説明は、どのレベルで行うのが好ましいですか。



ビジネスモデルの説明では、企業内の個別の事業がグループの中でどのように連携しているのかを説明してほしい。



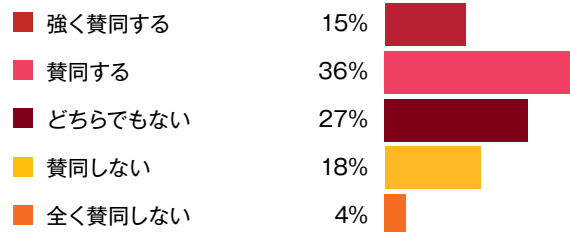
内容、詳細に加え、形式もまた重要だ。調査に参加した投資家の3分の2近く(64%)が、文章のみでビジネスモデルを説明するよりも、図表の方が望ましいと答えている。しかしインタビューした多くの投資家が、最も優れた方法は図表と文章を組み合わせ、ビジネスモデルとその根底にあるバリュードライバーについて明確かつ詳細に説明することだと語った。

¹ 2007年のPwC調査Corporate reporting: Is it what investment professionals expect?を参照

² この点は、CFA Instituteが2013年7月に発行したFinancial Reporting Disclosures: Investor Perspectives on Transparency, Trust and Volumeでも指摘されている。

調査に参加したプロの投資家のうち、企業がアニュアルレポート(もしくは10-K、20-F)で開示している情報が、ビジネスモデルやその継続性の評価に役立つと答えた人は全体の51%にとどまった。この結果は、ビジネスモデルの開示において長期的側面を充実させることで大幅な改善が期待できることを示唆している。例えば、マクロ経済環境の変化や将来の資源不足に対応するため、ビジネスモデルをどのように変化させるのかといった点の報告について、改善が可能だ。そうした情報を詳細に報告する場としては、特にアニュアルレポートが適切だろう。企業戦略やビジネスモデルに関する情報は時々刻々変化するものではないため、資料として長期間使用されること多いアニュアルレポートが向いていると考えられる。

企業がアニュアルレポート(もしくは10-K、20-F)で開示している情報は、ビジネスモデルやその継続性の評価に役立つ。



アクション

自社のビジネスモデルについて、明確かつ詳細に説明する。

- ・ 自社に関連する事項を具体的に細かく解説する。
- ・ 透明性が高く分かりやすい説明のために、図表に加え、文章による補足説明を組み合わせる方法を検討する。
- ・ セグメントごとのビジネスモデルがある場合は、セグメントレベルの説明を公表する。各セグメントがグループとしてどのように連携しているかも併せて示す。

競争優位性にかかわる情報の公開では慎重にすべき点もあろうが、プロの投資家が知りたいと望んでいる重要な情報(以下に例を示す)を提供できているかどうかを検討する。

- ・ ビジネスモデルにおけるキャッシュおよび資本の流れ
- ・ 主要な関係や資源への依存度
- ・ バリューチェーン全体の中での自社のポジション
- ・ 将来の資源供給への依存度と、その資源供給に対する自社の影響

ビジネスモデルを説明するときは、現在どうやって収益を得ているかを示すだけでなく、もっと広い視点で語るべきである。ビジネスモデルと企業戦略の関連を明確にし、ビジネスモデルの今後の進化に影響を及ぼす長期的要因も明確にしなければならない。

調査結果(続き)

「統合報告書は次の問いに対する答えを提供する。組織はどこを目指すのか、また、どのようにそこにたどり着くのか」

IIRC 国際統合報告(<IR>) フレームワーク

「主要な戦略目標に対する進捗状況は、明確に示してもらう必要がある。そうすれば報酬とパフォーマンスを比較して評価できる」

「企業は、前年のアニュアルレポートの記述に対するフォローアップにあまり熱心ではないが、その後の1年間に何が起きたかを知る必要がある」

戦略に関する報告書では、主要な優先課題とアクション、そしてそれらの進捗状況も報告する

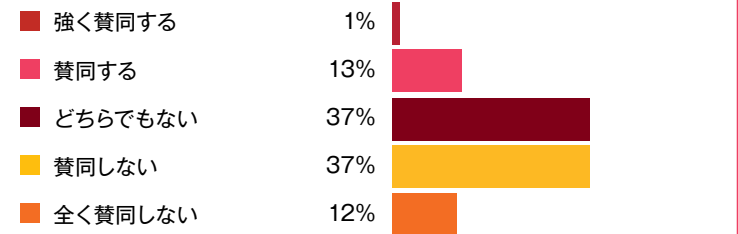
プロの投資家にとって、企業の長期的戦略を理解することは不可欠だ。それを理解すれば、企業の過去の財務情報と現在の状況、そして投資家やアナリストがモデルを用いて予測しようとしている将来の業績の可能性のつながりが明確になる。

プロの投資家は多くの情報源を持ち、データを収集しているが、企業が発信する情報の中で、投資家が最も高い価値を認めるのはどんな情報だろうか。またその情報をより効果的に伝えるために、経営者は何をすべきだろうか。

今回の調査に参加した投資家が重視すると回答したのは、以下の点に関する説明である。すなわち、戦略全般に関する説明、目標達成に向けた優先課題とアクション、それら優先課題とアクションの主な進捗状況、長期的戦略と現在のビジネスモデルの関係である。しかし現状の報告では明らかな効果のギャップが存在する。投資家は上記項目

についてもっと明確な報告を望んでいる。とりわけ戦略目標に対するパフォーマンスと、長期戦略とビジネスモデルの関係について、明確化を望む声が多い。また企業の戦略計画を取り巻く市場環境についても幅広く情報が欲しいと語っている。

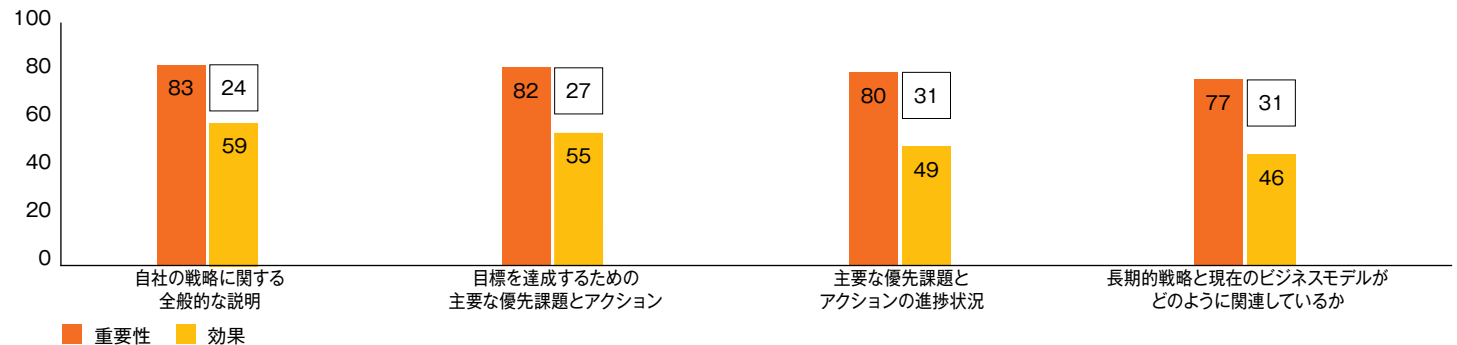
一般的に言って、企業は将来の戦略計画に関する情報を十分に公開しており、安心して必要な判断を下すことができると思う。



調査した投資家のうち、企業が将来の戦略計画に関する情報を十分に公開しており、分析に必要な判断を安心して下すことができると考えているのはわずか14%にすぎない。これは憂慮すべき事態だ。

企業を分析する際、企業が公開する以下の情報は、それぞれどの程度重要ですか。また現在、企業報告全体から得ているそれらの情報は、どの程度有益ですか。

全く重要でない場合を0として、0~100の尺度で示した。



アクション

投資家の立場で考える。投資の是非を検討するために自社を評価するとしたら、どんな情報が必要か。

企業が戦略に関して公開した情報を、プロの投資家はどのように使うだろうか。投資家が疑問を持つと想定される以下の点について、答えを提供しているか。

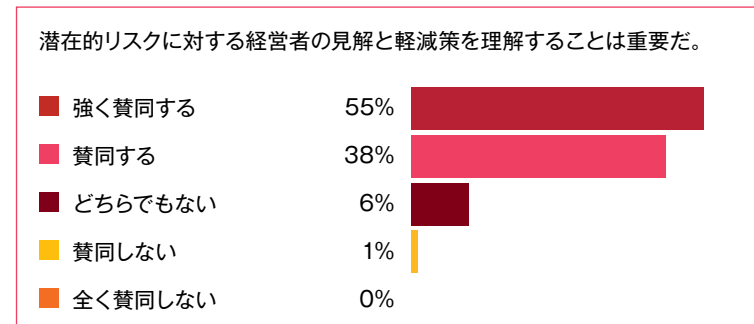
- ・ 自社の戦略のゴールは何か。優先事項は何か。
- ・ どのようにしてそれを達成するか
- ・ 市場全体の中で、貴社はどんなポジションにいるか。
- ・ 長期的目標に対して、どの程度進捗しているか。
- ・ 変更事項はあるか。それはなぜか。

こうした疑問への答えが報告書に明確に示されていれば、投資家は貴社の現在の業績をより正確に評価でき、将来の方向性をより深く理解することができるはずだ。

リスク開示を効果的に行うには、具体的に説明し、戦略との関連ならびに経営者の意見を示す

リスクの報告については、会計報告基準の設定機関や政府、規制当局が以前から高い関心を示してきた。世界中でさまざまなリスク報告制度が設定されているし、企業自らの工夫によって革新的で内容の充実した優れたリスク報告が実践されている例もある。しかし誰もが皆、優等生であるわけではない。リスク報告の現状を、プロの投資家はどうか考えているだろうか。

投資家が強く重視しているのは、ビジネスモデルに対する主たるリスクの情報と、その管理および軽減策に関する情報であることが調査で明らかになった。潜在的リスクを経営者がどう見ているか、そして経営者がどんな軽減策を取るのかについて、重要でないと考えている投資家はたった1%である。



調査結果(続き)

統合報告書は、次の問いに対する答えを提供する。組織の短、中、長期の価値創造能力に影響を及ぼす具体的なリスクと機会は何か、また、組織はそれらに対しどのような取り組みを行っているか。

IIRC 国際統合報告(<IR>) フレームワーク

「リスクについては法律家の助言だけでなく、経営者の見解を知りたい」

「本当に毎年見直しが行われているのか、それとも単に前しか見ていないのか、いつも疑問に思う」

「企業や事業、もしくは業界にとってのリスクの真の姿を開示することに、もっと力を入れてもらいたい。具体的に報告している企業もあるが、ばく然とした報告しかしていない企業もある」

「リスク開示はプロセス関連のリスクに片寄り過ぎている。戦略に関連した開示が非常に少なく、そのため報告書の有用性が大きく損なわれている」

「リスクがどんな結果をもたらす可能性があるのかを知りたい。数値データが必要だ。データがなければ、勘に頼るしかなくなる」

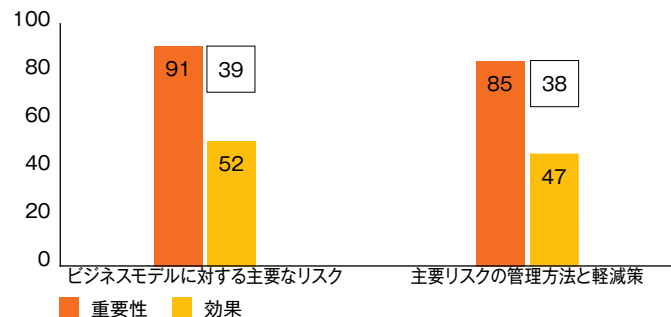
しかし、投資家がそれほどリスクを重視しているにもかかわらず、企業の報告書がそのニーズを全く満たしていないことも判明した。今回の調査では企業報告書のさまざまな点で「効果のギャップ」が判明したが、その最大のもののいくつかはリスク報告に関するものだった。

効果が低い最大の理由は、リスク報告が紋切り型になってしまい、具体性に欠けていることにある。回答者の4分の3(76%)が、リスク開示が形式的過ぎると考えている。潜在的リスクを詳細に知りたいときは、社債の目論見書を見ることにしていると語った投資家も多かった。一般にアニュアルレポートよりも目論見書の方が、詳細なリスク情報を載せている¹。

インタビューでは、経営者の意見を読んでいるのか弁護士の意見を読んでいるのか分からなくなることがあると打ち明ける投資家もいた。また企業のリスクとビジネスモデル、戦略、財務情報のつながりが分からないという不満も聞かれた。この問題は、今回の調査を通じて繰り返し指摘されたテーマだ。質の高い企業報告書を作成するためには、つながりを明確にすることが重要なポイントだ。

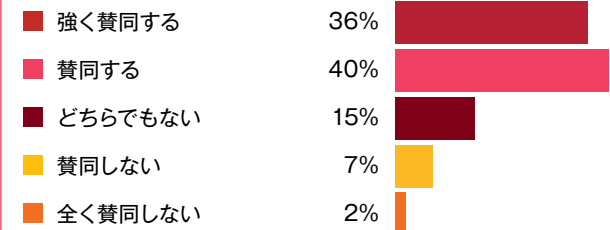
企業を分析する際、企業が公開する以下の情報は、それぞれどの程度重要ですか。また現在、企業報告全体から得ているこれらの情報は、どの程度有益ですか

全く重要でない場合を0として、0~100の尺度で示した。



¹ただし米国は例外。米国証券取引委員会(SEC)の規則により、全てのリスクを10-Kに記載することが義務付けられている。

企業報告書のリスク開示は紋切り型のものが多く、あまり役に立たない。



アクション

自社のリスク報告書の質、明確さ、透明性について、批判的な目で評価する。

自社の状況が分かるよう具体的に、かつ詳細にリスクを説明する。優れたリスク報告書の実例を見ると、自社のリスク選好度やリスクプロファイルの状況、ならびに、それらが時間とともにどう変化するかが詳細に記述されている。

経営者の見解であることを明確に示したうえで、リスク管理や軽減策について説明する。

ビジネスモデル、戦略、財務パフォーマンスとのつながりが明確なリスク報告を行う。企業の状況を統合的にストーリーとして語るためには、さまざまな要素全てのつながりを明確に示すことが不可欠である。

統合報告書には、実績に関し、次に関する定量的および定性的な情報を含む。目標、リスクと機会に関する定量的指標、これらの重大性と影響、これらを取りまとめる際に利用した方法および前提を説明する。

IIRC 国際統合報告(<IR>) フレームワーク

KPIは戦略、リスク、報酬とのつながりを明確にして説明する

世界のどこでも、経営者はKPI(主要業績評価指標)を算出する。規制によって義務付けられている場合もあるし、自社の事業や業績の状況をより分かりやすく説明する目的で行う場合もある。

PwCは2014年7月に調整後業績数値の公表に関する調査¹を行い、非GAAP指標のどの点をどのように改善できるかについてプロの投資家の意見を詳しく調べたが、本報告書では、KPI開示の改善機会について、投資家の意見を考察した。

そこで明らかになった主な点は、プロの投資家は、経営者がなぜその指標を選んだか、その理由を知りたがっているということだ。その点が説明されれば、報告書を使用する際に、そのKPIの重要性を理解できるし、企業がどの程度目的を達成したかを幅広い文脈の中でとらえることができる。また、それ以上に重要だと考えられるのは、KPIと戦略的優先課題、KPIとビジネスモデルの関連を明らかにしなければならない点だ。

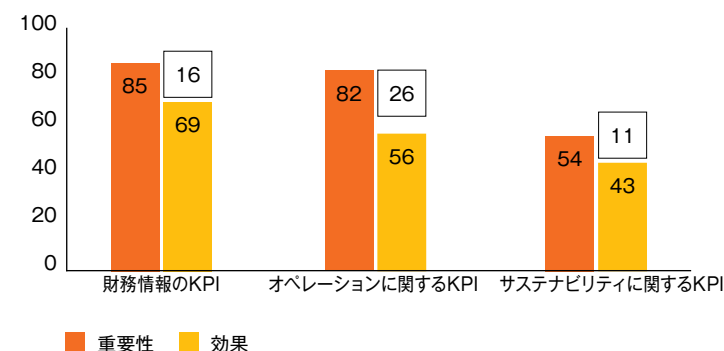
調査に参加した投資家は、財務情報のKPIとほぼ同等にオペレーションに関するKPIを重視していた。また最も大きい改善の余地が見られたのも、このオペレーションに関するKPIに関する報告であり、投資家が情報を重視する度合いと、彼らが入手した情報の効果のギャップが最も大きかった。

「なぜそのKPIを選んだのか、ほんの少し言及されるだけでも非常に助かる」

「KPIと戦略のつながりは、きちんと示されるべきだ。つながりが不明だと、なぜそのKPIが重要なのが分からず、本当に適切なKPIなのかどうか疑問がわく」

企業を分析する際、企業が公開する以下の情報は、それぞれの程度重要ですか。また現在、企業報告全体から得ているそれらの情報は、どの程度有益ですか。

全く重要でない場合を0として、0~100の尺度で示した。



この結果は、経営者に熟慮を促している。私たちが見たところでは、オペレーションに関するKPIよりも財務情報のKPIに力を入れる企業が多いが、その一方でリスク開示の大部分がオペレーショナルリスクで占められることが多いのが実情だ。KPI開示に関して投資家が感じている効果のギャップを埋めるには、ビジネスモデル、戦略、リスク、KPIのつながりをさらに明確に説明することが効果的だろう。

サステナビリティに関するKPI(地域社会とのかかわり、環境への影響、天然資源の利用、従業員エンゲージメントなどに関するKPI)を重視する投資家の割合は、これまでで最も高い。サステナビリティに関するKPIの重要性に対する認識の高まりを反映したものだだろう。サステナビリティに関するKPIは企業が社会に受け入れられ続ける根拠となる要素を測るものであり、ビジネスモデルがどのような依存関係の中で成立しているかを反映している。従って長期的な投資判断へのかかわりが深い。

¹ 前回の報告書「調整後業績数値を公表するにあたって」(2014年7月)を参照

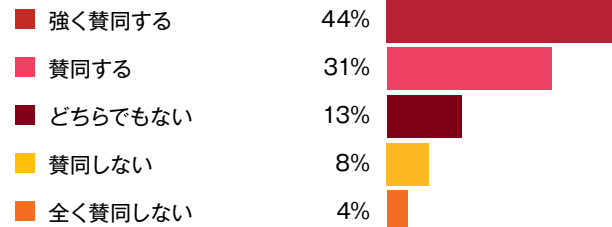
調査結果(続き)

「財務情報のKPIと同様に、オペレーションに関するKPIの開示を増やしてほしい。目標、ゴール、トレンドについてもっと多くの情報が必要だ。より多くの情報を得るために、私は質問ばかりしていると思われる」

「KPIと報酬方針の関係を明確に示してほしいことは言うまでもない。全体の流れがその方向に向かっていることは有り難いが、両者の関係がよく分からない企業がまだ多い」

また、KPIと役員報酬の関係がどうなっているかについても、多くの投資家が関心を持っている。プロの投資家の4分の3(75%)が、KPIと報酬方針の関連を明確に示してほしいと望んでいることが、調査によって明らかになった。

主要業績評価指標 (KPI) によって報酬がどう変わるのか、関連を明確に知りたい。



アクション

どんなKPIを使用するかを明確に示す。全社戦略とのつながりも明記する。

自社事業のパフォーマンスを理解するために、なぜそのKPIが適しているのかを説明する。

開示したKPIと、自社の戦略、主要リスクの関係を説明する。

KPIと報酬方針の関係を明確に説明する。

KPIの目標値と、それに対する達成度を示す。

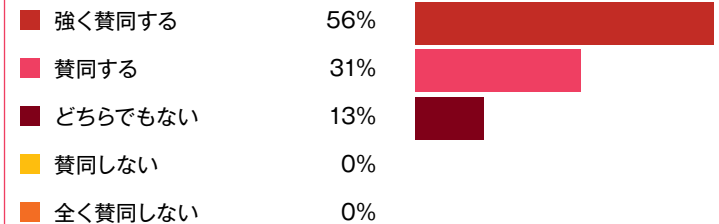
PwCが先般発行した『調整後業績数値を公表するにあたって』に「APM(調整後業績数値)公表の基本原則」を掲載した。これは実用的な基本原則であり、KPIへの応用も容易である。

公表された情報の関係が明確に示されていると、投資家の分析に役立つ

投資家からは、企業報告書のさまざまな情報の関連をもっと明確に示してほしいという声が一貫して聞かれた。情報の関連が明確になると、包括的な理解が可能になり、情報の重複が減り、事業の中での相互依存関係が分かりやすくなる。また企業報告書の中の別の要素との関連も分かる。例えば戦略とKPIの関係が明確になれば、戦略目標の達成度をどのように測定したかが分かる。統合報告が進む中で効果的な報告書を作成するには、読者を適切な情報へうまく導く能力もまた不可欠だ。

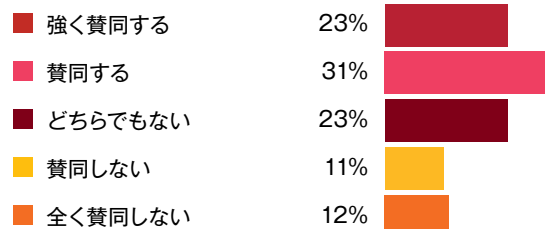
企業の戦略目標、リスク、KPI、財務報告の間の関係が明確に示されていれば、分析に役立つかという質問に、調査に参加した投資家の大多数(87%)が役立つと答えた。しかし関係をどのように表示すべきかについては意見が分かれた。相互参照(参照先や関連を明確に示し、類似する項目や追加情報へと導く)や色分けを好む投資家がいる一方で、配置を変えたり、文書の中で電子的なリンク機能を使ったりする方法が便利だと言う投資家もいた。

企業を分析する際、戦略目標、リスク、KPI、財務報告の間の関係が明確に示されていれば、分析に役立つ。



「相互参照は不可欠だ」

アニュアルレポート(もしくは10-K、20-F)を使っているときに、相互参照が示されていたり、色分けされていたりすると便利だ。



「色分けよりも、電子的なリンク機能の方がさらに良いと思う」

アクション

一歩引いて全体を見渡す。戦略、ビジネスモデル、リスクからKPI、財務パフォーマンスに至る情報の流れは明確か。自社で起きていることを分かりやすくストーリーとして語るができるか。

情報の探しやすさを考慮する。報告書全体の中から必要な情報を見つけやすくするために、情報の関連を表示したり、色分けで示したりするなどの工夫を加えることはできないか。

別の発信方法についても検討する。投資家向けプレゼンテーションに、アニュアルレポートの該当箇所への参照が示されているか。さらに一歩進めて、市場向け報告書に電子的なリンクが張ってあるか。

アニュアルレポートの信頼性と網羅性は、高く評価されている

プロの投資家が事業の運営状況を知りたい場合、企業報告の統合化による情報の充実を求めるだけでなく、多様なチャンネルから情報を得ることも考える。投資家がさまざまな情報源を駆使して企業分析をしていることは周知の事実だが、彼らが最も重要だと考える情報源は何だろうか。調査に参加した投資家に、財務情報から環境や社会的側面に関するもの、人的資本に関するものまで5種類の情報について、最も重要な情報源は何かを聞いた。

その結果は、アニュアルレポート¹の作成に時間を費やしながらも、投資家が本当に見てくれているのか不安を感じていた経営者にとって、注目すべきものだった。インタビュー全般を通じて、どの種類の情報においてもアニュアルレポートは重要な情報源だと指摘された一方、それとは対照的に、どの種類でも上位3位に入らなかった参照資料はセルサイドリサーチ、データプロバイダー、企業が単発的に発行するプレスリリースだった。

¹ もしくは、10-K、20-Fに相当する文書

調査結果(続き)

「企業が安定的で、株式を長期保有するつもりならば、決算速報だけに頼らずにアナニュアルレポートの発行を待つ。アナニュアルレポートの方が長期的な視点で情報が示されている」

「ブローカーの調査書よりも、アナニュアルレポートの方を、はるかに長い時間をかけて読む」

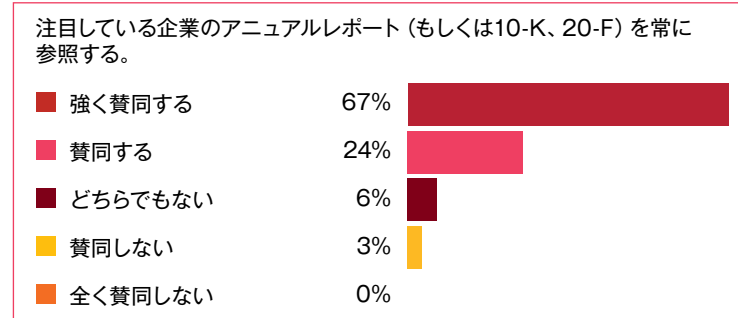
「財務情報の内訳を細かく知りたいときは、アナニュアルレポートを参照する」

「アナニュアルレポートは、基本的な参照資料だ。詳細な情報が欲しいときは必ず見て、その後も必要になれば繰り返し参照する。財務情報を知りたいときに最初に見るものではない(市場の動きは決算速報に反映される)が、しかし非常に大切な資料だ」

以下に、情報の種類ごとに参照されることの多い情報源上位三つを示す。

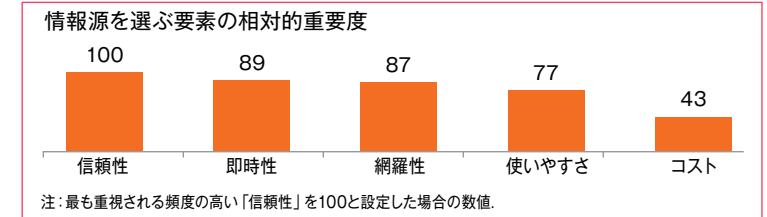
最もよく参照される情報源				
財務情報	企業の戦略および資源配分に関する情報	リスクと機会に関する情報	ガバナンス情報	環境、社会的側面、人的資本に関する情報
1	アナニュアルレポート	投資家向けプレゼンテーション	経営者との対話	アナニュアルレポート
2	決算速報	経営者との対話	アナニュアルレポート	株主総会招集通知
3	投資家向けプレゼンテーション	アナニュアルレポート	投資家向けプレゼンテーション	経営者との対話
				ウェブサイト

注目している企業について、必ずしもアナニュアルレポートを参照しないと答えたプロの投資家はわずか3%であり、その全員がバイサイドの投資家だった。バイサイドの投資家は、セルサイドのアナリストの分析や、データ収集会社が提供する詳細な数値分析を信頼することが多いためだと思われる。

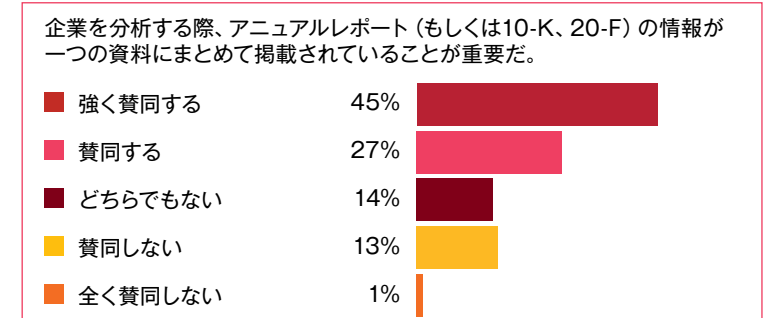


プロの投資家がどこから情報を得るかを決めるにあたって、どんな要素が影響するかを知るために、五つの要素を重視する順に並べてもらった。

最も重視されているのは信頼性で、即時性と網羅性がこれに続いた。信頼性と網羅性はアナニュアルレポートの基本的な強みであり、アナニュアルレポートが情報源として人気がある理由がこの結果にも表れているようだ。その一方、アナニュアルレポートはどうしても即時性に欠ける。この点について多くの投資家が、信頼性と即時性はトレードオフであることが多いと語った。



投資家の4分の3近く(72%)が、アナニュアルレポートで公開される情報の全てが、一つの資料にまとめて掲載されていることが重要だと述べた。その理由は、アナニュアルレポートが長期的な参照資料として、企業に関するさまざまなトピックスを知りたいときにすぐに調べられる百科事典のような使われ方をしているためだろうと思われる。



調査結果(続き)

「ガバナンスや戦略の問題は定性的であることが多いので、経営者との対話を通じて情報を得ることが望ましい」

経営者がアニュアルレポートで事業の状況を明確に語り、透明性を高める努力をしていると感じられる場合、これまで以上に時間をかけてアニュアルレポートを分析するかを聞いた。これまで以上に時間をかけると回答した投資家がいる一方、明確性や透明性が劣るアニュアルレポートの方が、長い時間をかけて読むと答えた投資家もいた。そうした企業には、何か隠れた問題があるかもしれないというのがその理由だそうだ。

経営者がアニュアルレポート（もしくは10-K、20-F）で事業の状況を明確に語り、透明性を高める努力をしていると感じられる場合、これまで以上に時間をかけてアニュアルレポートを分析する。



ここでも、投資家は企業報告の質と経営の質を強く結び付けて考えていることが分かる。また「どちらでもない」と回答した投資家の多くが、いずれにしてもアニュアルレポートの分析には時間をかけると語った。これもまた、企業財務報告書の基本として、アニュアルレポートの価値が認められている証拠だろう。

「経営者との対話は非常に重要だ。直接話を聞くのは有益なことだ」

投資家向け プレゼンテーション

企業が単発的に発行するプレスリリース

セルサイドリサーチ
サステナビリティレポート

経営者との対話

ウェブサイト
目論見書

データプロバイダー
補足資料

格付機関

株主総会招集通知

アニュアルレポート

決算速報

インタビューをもとに、情報源として参照される回数の比較を「ワードクラウド」にまとめた。集計したのは今回の全てのインタビューで示された、全ての種類の情報に関する参照である。参照の回数の多いものほど、大きい文字フォントで表している。

アクション

投資家は、一連の企業報告書の中でもアニュアルレポートを特に重視している。従ってアニュアルレポートで、自社の状況をできるだけ明確にストーリーとして語る必要がある。

アニュアルレポートに加えて他のコミュニケーションチャネルを使う場合も、自社の状況についてのストーリーの流れと中心的なメッセージは、明確かつ一貫性をもったものにする。投資家はさまざまな時期にさまざまな情報源を参照するものだとことを認識しておく。

投資家が情報源を選ぶときに最も重視するのは信頼性である。そのため、発信しているメッセージが信頼できると十分に納得してもらうには、どうすればよいかを検討する。

おわりに

企業報告書の統合を進め、投資家により高い価値を提供する

プロの投資家は、企業報告の質と経営の質は連動していると強く感じている。経営者は競争優位を維持するために、ビジネスモデルや戦略、リスクに関する情報を公開し過ぎないようにと気を使うが、投資家はその懸念を認識しながらも、上記のような情報を（それぞれに関するKPIも含めて）開示することは、企業の資本コストにも直接影響しかねないと語る。競争力に影響するようなセンシティブな情報は保護しつつ、投資家のニーズを十分に満たす情報を開示する、その適切なバランスを見つけ出すことが必要だ。

そうした質の高い報告を実現しようとする企業の努力は、無駄にはならない。企業のアニュアルレポートは信頼性と網羅性が高いため、インタビューに参加した投資家は、非常に重要な情報源だと認めている。投資家が企業を分析するときは、その他にも多種多様な情報源を活用するが、どのコミュニケーションチャンネルにおいても、企業は明確かつ一貫したメッセージを発信し、市場へのメッセージに矛盾が生じないようにしなければならない。

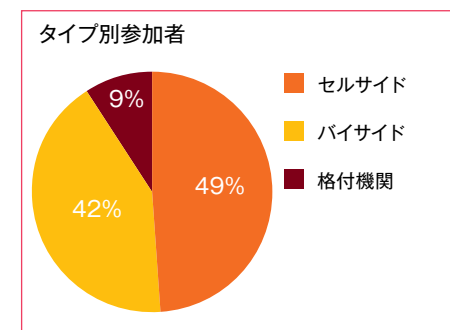
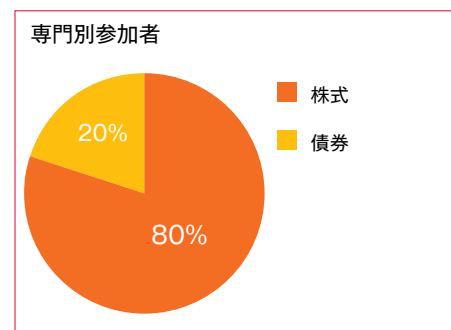
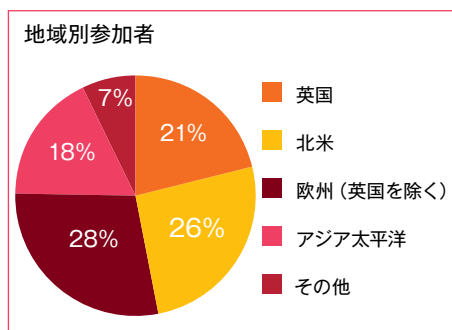
正式の企業報告書の改善が望まれる企業もある。ビジネスモデルの説明をもっと詳しくする、価値創造について長期的視点から説明を行う、事業におけるキャッシュフローの状況をもっと明確に示すといった取り組みや、リスクやリスク管理に関する紋切り型の情報開示をやめて、自社のリスク状況を具体的に示す、また企業の見解に顧問弁護士の意見を載せるのではなく、経営者自身の見解をはっきりと示すといった努力も求められる。

投資家とのインタビューでは、情報のつながりの重要性も指摘された（その点が、まさに本報告書の中心テーマである）。ビジネスモデルの説明から戦略の明確な定義、加えて明確な業績目標とその達成に向けた進捗状況について、それぞれのつながりを明らかにしながら説明することが重要だ。公表するKPI（主要業績評価指標）は、経営者が業績を理解するために重要だと考える（その結果導入する）だけでは不十分で、戦略、リスク、そしてできれば報酬などの要素とも連動したものでなければならない。こうした要素は全て、事業全体を通じた包括的で一貫性のあるストーリーを構成する一部だからだ。

現在、統合報告に向けた取り組みなどを通じて、将来を視野に入れた企業報告、さまざまな情報のつながりを明確にした企業報告を推進しようという機運が生み出されつつある。こうした取り組みは、これまでの企業報告書を捨てて新たな方法を導入することではなく、現状の企業報告書の知見をさらに充実させることを目指している。プロの投資家は企業報告書のうちキャッシュ創出、主なリスク、主要な資源や関係への依存度、オペレーションに関するKPIなどについて改善の余地があると考えているが、統合報告が進めば、そうした点の解決にもつながる。統合報告の開発により、プロの投資家のニーズにさらに適した報告書が作成されるようになるだろう。同時に企業の意思決定の一貫性が高まり、長期的な価値創造が推進されるに違いない。

付属資料:調査対象

バイサイド、セルサイド、格付機関に所属するプロの投資家85人にインタビューを行った。それぞれの職務は株式アナリスト、債券アナリスト、格付業務、ポートフォリオ管理、最高投資責任者、研究機関の最高責任者などである。調査対象は世界中の主要市場から選出した。



お問い合わせ先

あらた監査法人

〒104-0061 東京都中央区銀座 8-21-1
住友不動産汐留浜離宮ビル
TEL : 03-3546-8450 (代表)
Email : aaratapr@jp.pwc.com

伊藤 嘉昭

パートナー
Email : yoshiteru.ito@jp.pwc.com

三橋 優隆

パートナー
Email : masataka.mitsuhashi@jp.pwc.com

久禮 由敬

ディレクター
Email : yoshiyuki.kure@jp.pwc.com

菅野 晋作

ディレクター
Email : shinsaku.s.kanno@jp.pwc.com

三代 英敏

マネージャー
Email : hidetoshi.mishiro@jp.pwc.com

安井 肇

あらた基礎研究所
Email : hajime.yasui@jp.pwc.com



PwC は、世界 157 カ国 に及ぶグローバルネットワークに 195,000 人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細は www.pwc.com/jp をご覧ください。

PwC Japan は、日本における PwC グローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（あらた監査法人、京都監査法人、プライスウォーターハウスクーパース株式会社、税理士法人プライスウォーターハウスクーパース、PwC 弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、アドバイザー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

本報告書は、PwC メンバーファームが 2014 年 9 月に発行した「Corporate performance: What do investors want to know? Powerful stories through integrated reporting」を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/report.jhtml

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/en_GX/gx/audit-services/corporate-reporting/publications/investor-view/assets/pwc-investors-survey-powerful-stories-through-integrated-reporting.pdf

日本語版発刊月： 2015 年 1 月

管理番号：I201410-13

©2015 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.