



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」

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、国内株式の運用を委託している運用機関（以下、運用機関）に対して、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」の選定を依頼しました。

今回も運用機関に対して、それぞれ最大10社の選定を依頼し、2ページのリストの通り、「優れた統合報告書」については延べ67社（前回77社）、「改善度の高い統合報告書」については延べ95社（前回100社）が選ばれました。

そのうち、多くの運用機関から「優れた統合報告書」として高い評価を得た企業は以下の通りでした。「改善度の高い統合報告書」については、＜得票運用機関数別企業数の分布＞の通り4機関以上から票を得た企業はなく、幅広い企業が選定されました。

また今回、統合報告書が運用機関・企業双方にとって有意義な開示となるよう、運用機関における統合報告書の活用状況・方法についても回答を依頼し、その内容を5ページ以降に記載しています。

【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」】

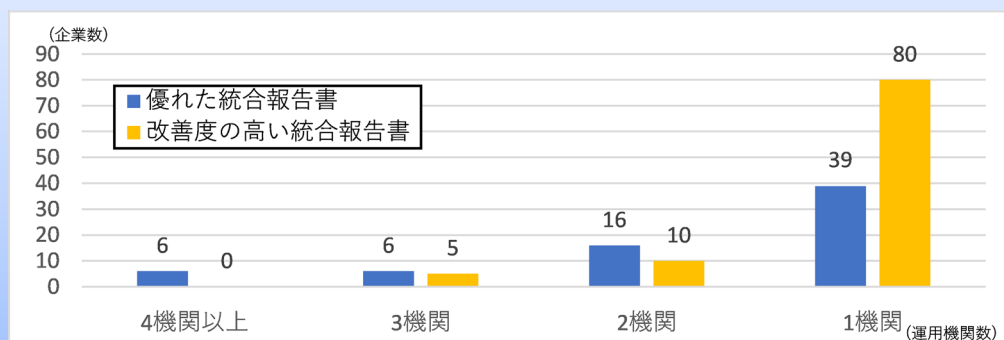
◇ 伊藤忠商事	7機関	◇ リコー	6機関
◇ 日立製作所	6機関	◇ 東京海上ホールディングス	5機関
◇ オムロン	6機関	◇ 味の素	4機関

【4機関以上の運用機関から高い評価を得た「改善度の高い統合報告書」】

◇ 該当企業なし

*統合報告の定義は運用機関によるため、統合報告書という名称でなくても、「統合思考」に基づいて情報開示が行われていると各運用機関が判断すれば選定される場合もあります。運用機関数が同じ場合は証券コード順。

＜得票運用機関数別企業数の分布＞



【GPIFの運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」】

コード	社名	得票数	コード	社名	得票数	コード	社名	得票数
1803	清水建設	1	5411	JFEホールディングス	2	8001	伊藤忠商事	7
1925	大和ハウス工業	1	6098	リクルートホールディングス	2	8015	豊田通商	1
1928	積水ハウス	3	6301	小松製作所	1	8031	三井物産	1
2269	明治ホールディングス	1	6361	荏原製作所	2	8035	東京エレクトロン	2
2502	アサヒグループホールディングス	3	6367	ダイキン工業	2	8053	住友商事	1
2503	麒麟ホールディングス	3	6370	栗田工業	1	8058	三菱商事	1
2802	味の素	4	6479	ミネベアミツミ	2	8113	ユニ・チャーム	1
3086	J. フロント リテイリング	2	6501	日立製作所	6	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	3
3289	東急不動産ホールディングス	1	6645	オムロン	6	8411	みずほフィナンシャルグループ	1
4004	レゾナック・ホールディングス	1	6702	富士通	2	8591	オリックス	2
4183	三井化学	3	6724	セイコーエプソン	1	8601	大和証券グループ本社	1
4443	Sansan	1	6758	ソニーグループ	2	8630	SOMPOホールディングス	2
4452	花王	1	6841	横河電機	1	8725	MS&ADインシュアランスグループホールディングス	3
4502	武田薬品工業	1	6925	ウシオ電機	1	8766	東京海上ホールディングス	5
4507	塩野義製薬	1	6981	村田製作所	1	9086	日立物流	1
4519	中外製薬	1	7259	アイシン	1	9104	商船三井	1
4612	日本ペイントホールディングス	2	7270	SUBARU	1	9202	ANAホールディングス	1
4613	関西ペイント	1	7272	ヤマハ発動機	1	9508	九州電力	1
4661	オリエンタルランド	1	7735	SCREENホールディングス	1	9513	電源開発	1
4911	資生堂	2	7741	HOYA	2	9531	東京瓦斯	1
5076	インフロニア・ホールディングス	1	7752	リコー	6	9613	エヌ・ティ・ティ・データ	2
5201	AGC	1	7951	ヤマハ	2	9682	DTS	1
5401	日本製鉄	1						

*上記は運用機関から「優れた統合報告書」として選ばれた企業の一覧（証券コード順）

色塗りされている企業は、複数の運用機関が選定

【GPIFの運用機関が選ぶ「改善度の高い統合報告書」】

コード	社名	得票数	コード	社名	得票数	コード	社名	得票数
1332	ニッスイ	1	4902	コニカミノルタ	1	7951	ヤマハ	1
1808	長谷工コーポレーション	1	4917	マンダム	1	8015	豊田通商	1
1878	大東建託	1	4980	デクセリアルズ	1	8053	住友商事	1
1963	日揮ホールディングス	1	5019	出光興産	1	8058	三菱商事	1
2502	アサヒグループホールディングス	1	5076	インフロニア・ホールディングス	1	8111	ゴールドウイン	1
2503	麒麟ホールディングス	1	5108	ブリヂストン	3	8113	ユニ・チャーム	1
2768	双日	2	5201	AGC	1	8132	シナネンホールディングス	1
2802	味の素	1	5332	TOTO	1	8174	日本瓦斯	2
3036	アルコニックス	1	5741	UACJ	1	8283	PALTAAC	1
3099	三越伊勢丹ホールディングス	3	5803	フジクラ	1	8309	三井住友トラスト・ホールディングス	1
3231	野村不動産ホールディングス	3	5929	三和ホールディングス	2	8316	三井住友フィナンシャルグループ	1
3382	セブン&アイ・ホールディングス	1	6098	リクルートホールディングス	1	8331	千葉銀行	1
3407	旭化成	1	6141	DMG森精機	1	8354	ふくおかフィナンシャルグループ	1
3591	ワコールホールディングス	2	6301	小松製作所	1	8439	東京センチュリー	1
4004	レゾナック・ホールディングス	1	6367	ダイキン工業	1	8630	SOMPOホールディングス	1
4021	日産化学	1	6407	CKD	1	8818	京阪神ビルディング	1
4091	日本酸素ホールディングス	1	6465	ホシザキ	1	9042	阪急阪神ホールディングス	1
4208	UBE	1	6479	ミネベアミツミ	1	9044	南海電気鉄道	2
4307	野村総合研究所	1	6504	富士電機	1	9101	日本郵船	1
4324	電通グループ	1	6702	富士通	1	9104	商船三井	1
4385	メルカリ	1	6724	セイコーエプソン	1	9142	九州旅客鉄道	2
4443	Sansan	2	6770	アルプスアルパイン	2	9302	三井倉庫ホールディングス	1
4503	アステラス製薬	3	6902	デンソー	1	9401	TBSホールディングス	1
4527	ロート製薬	1	6963	ローム	1	9434	ソフトバンク	1
4528	小野薬品工業	1	6976	太陽誘電	1	9508	九州電力	2
4540	ツムラ	1	7012	川崎重工業	1	9513	電源開発	1
4578	大塚ホールディングス	1	7186	コンコルディア・フィナンシャルグループ	1	9613	エヌ・ティ・ティ・データ	1
4612	日本ペイントホールディングス	1	7267	本田技研工業	1	9682	DTS	1
4613	関西ペイント	1	7270	SUBARU	1	9697	カブコン	1
4661	オリエンタルランド	1	7272	ヤマハ発動機	2	9757	船井総研ホールディングス	1
4816	東映アニメーション	1	7747	朝日インテック	1	9843	ニトリホールディングス	3
4901	富士フイルムホールディングス	1	7936	アシックス	1			

*上記は運用機関から「改善度の高い統合報告書」として選ばれた企業の一覧（証券コード順）

色塗りされている企業は、複数の運用機関が選定

【4 機関以上の運用機関から選ばれた「優れた統合報告書」へのコメント】

○伊藤忠商事

- ・企業価値算定式に沿って、CEO、COO メッセージから事業戦略、ESG 戦略への流れが良い。女性活躍推進委員会での取組みや議論が非常に興味深い。
- ・企業価値の計算式である、 $\text{企業価値} = \text{創出価値} / (\text{資本コスト} - \text{成長率})$ の各項目に関する解説が行われており、投資家にとって非常に分かりやすい紙面構成となっている。また、女性社外取締役の女性活躍推進におけるリーダーシップなど有益な情報提供となっている。
- ・多様な事業に携わる中でも、それぞれについて財務・非財務の面から詳細な分析がなされており、同社の実態を捉えやすい内容である点を評価。報告書冒頭でのポイントの説明など、読者の理解を深めるための取組みも多様。
- ・企業価値向上の図式を効果的に使用し、芯の通った構成となっている。また今年度から「統合レポートのポイント」ページが新設され、より対話としてのツールに磨きがかかっている。
- ・会長 CEO が経営方針の全体感を語り、各オフィサーが担当領域を詳細説明。PEST 分析により不透明な経営環境や ESG の潮流を俯瞰して分析。人権、女性活躍、人材戦略など自己変革の取組みも分かりやすく開示。
- ・中計の基本方針である「マーケットインによる事業変革」と「SDGs への貢献・取組強化」の具体的な事例の説明が豊富。ビジネスモデルの変革により持続的な企業価値向上に取り組んでいることが理解しやすい。
- ・企業価値向上に対する経営者の力強い意志が伝わってくる報告書である。企業価値とマテリアリティとの関係性が明確に説明されている。個別の ESG 課題に対する対応も全体的に高水準。

○日立製作所

- ・2000 年代前半からの中期経営計画とサステナビリティ経営方針を振り返ることで現行 2024 中期計画と小島社長への信頼が増す内容。ガバナンスの開示は実効性が意識され他社の参考になる好事例。
- ・デジタル、グリーン、イノベーション、人材といった軸でそれぞれの戦略が解説され、全社としての事業展開を理解する点で優れた開示となっている。加えて、ガバナンスの点では取締役会の運営状況や議論の内容など少数株主にとって有益な情報が提供されている。
- ・網羅的かつ充実した情報量で開示が行われている点を評価。特に中期経営計画については、振り返りが端的に理解できるだけでなく、現計画におけるデジタル、グリーンおよび DX の主要論的が詳細に開示されている点は投資家にとって非常に有益。さらに人材戦略においては同社の経営戦略と合致した方針が明確に記載されており、他社のモデルとなるような開示がなされている点を高く評価。
- ・財務・非財務の両視点から同社の経営資源を 6 つの軸で分類し、市場環境や長期の世界の変化に対応するビジネス変革、ポートフォリオ変革の背景が記載されている点が評価できる。
- ・複雑な会社でありながら、DX・GX を中心に価値創造ストーリーが分かりやすくまとめられている。CO2 削減やデジタル人材戦略など ESG に関する項目が事業と紐づけられている点も評価できる。
- ・事業別 ROIC と進捗など目標と実績が一覧でき、資本コスト・アロケーションなど株主価値への配慮、ステークホルダーを意識したマテリアリティ設定など、ESG と当社の戦略が整合的に一望できる優れた内容。

○オムロン

- ・人的資本投資の取組の記載がかなり充実している。人的創造性の考え方の説明などは非常に参考になる。
- ・長期ビジョンとトランスフォーメーションを強調した CEO メッセージ及び CFO による ROIC 経営の説明に加え、TOGA の紹介を交えた人的創造性の考え方を詳細に示すことで同社の先進性が良く表現されている。
- ・KPI の設定、キャピタルアロケーションの戦略が ROIC 経営の下でどのように行われるかが分かり易く記載されている点が評価できる。
- ・サステナビリティの重要課題への取組みによって企業価値を向上させる会社としての考え方が理解できる。また、社外取締役、社外監査役からのコメント、対談を通じて同社の課題が確り伝わってくる点も評価できる。

- ・長期ビジョンに基づいた人財戦略を詳細に説明し、効果を定量的に測る指標として「人的創造性」を設定。具体的な目標や考え方も記載することにより、企業価値向上とのつながりが理解しやすい。
- ・ビジョンを実現するための実行戦略の各取組みを、「5つのサステナビリティ重要課題」と連動し KPI とともに詳述。ガバナンスについても、社外役員のインタビュー等も含め内容が充実し、実効性への理解が進む。

○リコー

- ・全てにおいて秀逸な統合報告書。価値創造プロセスの解説や取締役会の議案カテゴリー別の時間配分など工夫された開示となっている。
- ・中期計画における基本方針を人事やデジタルの戦略が支えていることが理解できる統合度の高い内容。また BU 別概況は複数の具体的事例が紹介されており事業の実態を深く理解できる。
- ・同社の価値創造プロセスの各項目について、補足的に背景や具体的事例等が明示されており、創意工夫がなされている点を評価。さらにガバナンスにおいて同社のボードカルチャーという観点での特徴を明記している点はユニーク。
- ・筆頭社外取締役と取締役会議長による社外取締役対談において、課題認識や中計策定方法の変化等を具体的に発信。取締役会での議論が充実していることがよく理解できる内容となっている。
- ・開示すべき ESG 項目を網羅しており、かつ各々の水準が極めて高い。特にガバナンスは CEO・取締役の評価プロセスと項目を明示しているのが特長。また事業に係る各リスクを影響度と緊急度に分けて説明しているのも良い。
- ・ESG を「将来財務」と位置付けるなど、熱量が高く独自性のある内容。脱炭素に向けたロードマップとスコアプ3も含めた GHG 削減量を明示するとともに、ガバナンスやリスク管理などがより詳細化された。

○東京海上ホールディングス

- ・パーパスストーリーを語るという独特の編集となっている点がユニーク。また気候変動にもフォーカスしており TCFD のシナリオ分析が秀逸。
- ・パーパスストーリーを軸にして、独自性ある構成。グループ一体経営における問題意識、サステナビリティの取組みの記載も更に充実。特に TCFD の物理リスクのシナリオ分析は詳細。
- ・レポート全体を通して財務・非財務の KPI を繰り返し提示することで、同社のメッセージを効果的に読み手に伝えている。また複数の期間にわたる明確なレビューを示す CFO のメッセージは非常に評価している。
- ・大胆なページの使い方とサステナビリティ経営（非財務情報）の関連付けでパーパスストーリーはさらに理解が進む表現になっている。
- ・M&A の最大の成果は優れた人材と、それに伴う専門性や知見を獲得できたことという具体例を記載。人的資本への投資を強化することで企業価値向上に結び付けていることが理解しやすい内容。

○味の素

- ・中期指標経営やスピードアップ×スケールアップなど、新社長のメッセージが明確であり好印象。また、人財資産に係る記載が従来にも増してさらに充実しており、独自の分析も複数実施し示唆に富む開示となっている点を評価。
- ・企業価値の算定式を同社の事業に当てはめて解説している点が分かり易く評価できる。とくに人財投資への効果のページは今後注目されている人的資本をよく表現している。
- ・CEO メッセージが優れている。CEO として取組むべきことが明瞭かつ熱意をもって記述されているため読み手に考え方が伝わり、今後の経営に期待を持たせる内容。全体構成はパーパスを軸にしたストーリー展開。
- ・ASV 経営を掲げ、企業価値最大化のために重要と考えている無形資産における取組みを詳細に説明。また、ガバナンス面で社長選任プロセス、機関設計、経営会議についても具体的に説明されており評価できる。

【4 機関以上の運用機関から選ばれた「改善度の高い統合報告書」へのコメント】

○該当企業無し

【統合報告書をどのように企業分析や企業との対話に活用しているか（※）】

分類名	運用受託機関のコメント
対話への準備・活用	<ul style="list-style-type: none"> ・弊社は責任ある機関投資家として、エンゲージメント、議決権行使、投資の意思決定における ESG の考慮を 3 つの柱としたスチュワードシップ活動を推進しており、これらの活動において統合報告書を活用している。例えば、エンゲージメントは「企業にベストプラクティスを求める機会」と位置付け、企業に対して中長期的に企業価値向上に資する意見表明を行っている。エンゲージメントに際しては、経営実態や事業状況を長期ビジョンや中期計画と比較のうえ適切に把握することにより、企業のビジネスモデルや経営資本の強みの確認や ESG 課題の特定を行っている。そのうえで、企業の中長期的な価値創造ストーリーに実効性があるのか確認することが重要。この観点から、統合報告書は中長期視点での財務・非財務が統合された情報源として有用なツールと考えている。 ・投資先企業のパーパスや長期ビジョン、その実現に向けた重要課題（マテリアリティ）の特定と対応（進捗を含む）、その基盤となるガバナンス体制などを含めた中長期の企業価値向上に向けた価値創造プロセスの納得性と、非財務情報を如何に財務情報に繋げていくかの経路についてエンゲージメントで確認するために活用。 ・投資先企業との建設的な対話に積極活用している（アナリスト、ESG スペシャリスト、運用担当者）。優れている点、前進した事項などの評価ポイント、及びその理由を投資先企業に直接伝えている。一方、欠落あるいはビハインドしている点、良化を期待している事項を伝えることで、前向きな社内議論につなげていただくよう努めている。 ・対話している中小規模企業の中には、引き続き IR に割り当てるリソースが不足している先も多くあり、そうしたケースでは、大企業の先進事例から学べるエッセンスを伝えたりもしている。 ・企業側からの明確な情報開示を評価し、また開示された内容を重要なインプットとして活用している。統合報告書上での情報開示のあり方、質そのものについても、多くの企業に対してエンゲージメントを実施していきたいと考える。 ・企業とのコミュニケーションのツールにも利用し、事前準備として論点の確認・整理を行ったり、対話の中で記載内容についての議論を行い、企業との相互理解を深めている。 ・ESG 対話を行う場合には、統合報告書やコーポレート・ガバナンス報告書等を活用し、事前質問を準備、運用部門に事前に共有している。また、トップマネジメントとのエンゲージメントを行う場合も、統合報告書のトップインタビューなどは確認するようにしている。 ・統合報告書未発行ないしは完成度が低く、かつ株価が低迷している企業に対し統合報告書の充実が非財務価値の顕在化を通じて企業価値向上に繋がる点を対話を通して伝え、ベストプラクティスの紹介などで改善を促している。 ・企業や業種の特性を考慮した上で必要と思われる非財務情報を統合報告書で確認した上で、開示の状況、今後の対応方針などを議論している。

分類名	運用受託機関のコメント
対話への準備・活用（続き）	<ul style="list-style-type: none"> ・企業から依頼があった場合「統合報告書を活用した対話」を実施し、適切な情報開示の在り方や、改善点を対話している。 ・対話・エンゲージメントではA I 評価も活用しながら、より企業の成長ストーリーを分かり易く説明する統合報告書となるよう改善を求めている。また気候変動などの環境問題への取り組みや開示の充実、サプライチェーンの人権問題対応や人的資本に関する開示の充実を求めることに活用している。
コミットメント・実効性の確認	<ul style="list-style-type: none"> ・各種施策がどの経路（売上・費用・バリュエーション）を意識して行われているのかという目的意識、適切な KPI が設定されているのか、実際に推進する主体は明確になっているかなどを注意深く読んでいる。 ・加えて、特に E や S に関する課題に関して、マネジメントの取組姿勢や定量数値を把握し、その改善を促すエンゲージメントの観点でも活用している。 ・ビジネスモデルの理解、トップのサステナビリティ、企業価値創造に向けたコミットメントの確認、トップの課題意識の確認、社外取締役の視点の確認、ESG 情報収集、内容や構成から社風・企業文化を感じとる。その上で対話に臨む。 ・統合報告書作成にあたって必要に迫られて発行するのではなく、作成によって株主にどんなメッセージを伝えたいか、情報開示への強いコミットメントがあるか否かを理解することができると考えている。経営トップのメッセージは普段のエンゲージメントの機会に聞いている内容と一致しているか、本当にトップ自身の言葉で語られているかを通じて、トップの情報開示へのコミットメント及び経営課題への理解を知ることができると考えている。 ・社外取締役のメッセージを記載する企業が増えているが、資本コストや政策保有株式への取組（保有させている場合を含む）についての言及は限定的であり、ガバナンスや資本政策についての取締役会のより強いコミットメントが必要な場合は対話の場でそのように申し上げている。 ・主に、有価証券報告書などの法定開示書類に包含されない非財務情報・定性情報の参照、およびそれらの情報と財務情報を統合的に捉えた上で企業の概況を把握するために活用している。例えば、トップメッセージを通じて、企業の現状および将来見通しに関してトップ層の認識を確認したり、社外取締役のコメントを通じて、経営陣のリーダーシップ、取締役会の実効性等、ガバナンスの有効性の評価において参考としている。 ・価値観の浸透・企業戦略の実行・実効的なガバナンス（サステナビリティ含む）が企業活動において実際にワークしているかの確認も行う（KPI やマネジメント従業員コメント・具体的な各種施策の実行状況を確認する）。精読に時間はかかるが企業価値を評価するうえで重要と認識。 ・ファンダメンタルズ分析における対話先企業のトップの方向性、中期・長期計画の確認に活用している。 ・トップメッセージや社外取締役の座談会等のページを特に重要視し、中長期的な企業のあり方や取締役会の実効性がイメージできる内容になるよう要望している。加えて、社外取締役の指摘に対する経営陣の反応も合わせてヒアリングし、経営にどのように取り入れているのか確認している。

分類名	運用受託機関のコメント
ビジネスモデル・価値創造ストーリーの理解	<ul style="list-style-type: none"> ・日頃の企業分析と投資意思決定の為の情報収集、並びに独自の ESG 評価軸に基づく分析の材料として統合報告書を活用。近年は規模の大きい企業様を中心に統合報告書が財務・非財務・企業戦略の懸け橋となるような、ワンストップ情報源としての位置付けへと進化している印象で、企業を知るために最初に見る情報ソースとなるケースも増えてきた。 ・企業理念・ビジョン・歴史の確認を通じて、企業がどのような価値観に基づき経営されているか、また様々な時代を通じてどのような成功と失敗を重ね、その結果として現在のビジョン・事業ポートフォリオを有するに至ったかを確認している。 ・ESG リスク軽減の取り組みを、いかに中長期的な事業の成長性及び利益向上といった機会創造につなげることができているかということを重要視。統合報告書内のデータの開示の充実も重要であるものの、各 ESG 及びサステナビリティの関連データが各企業のボトムライン、そしてビジネスチャンスにどのように貢献しているかを確認。例えば代替エネルギーの導入によりコスト削減及び供給リスクの分散効果をどの程度果たすといったことを、具体例を元に ROI をチェック。女性の活躍やダイバーシティがいかに会社のエンゲージメントそしてボトムラインに影響を与えるかなど。杓子定規だけの分析にならないよう、定量的なデータを元に定性的な（質の面での）内容をマネジメントの方々との対話で質問させていただいている。 ・企業評価の観点では、長期的な企業価値創造に向けて、外部環境や内部要因の重要要素を踏まえて、企業経営が有機的合理的に組み立てられているかを確認する。 ・任意開示資料である統合報告書については、経営トップの経営戦略や各企業のビジネスモデル（儲ける仕組みであり、利益創出の源泉）を理解する媒体として重視している。
非財務・ESG 情報の確認・分析	<ul style="list-style-type: none"> ・企業分析・評価に活用している。当社 ESG スコアに反映させており（年 1 回総見直し、月 1 回の更新機会、項目数は約 100）、運用におけるインテグレーション・プロセスの起点の 1 つ。 ・企業価値創造プロセス、マテリアリティ、トップや社外取締役等からのメッセージ、ESG への取組み状況、前年からの変化等を把握し、主に非財務情報を中心とした定性分析に活用している。 ・ESG における TCFD および人的資本開示の確認、またガバナンスにおける取締役会の多様性の確認などに活用している。 ・中長期の企業分析・業績予想や、対話のアジェンダ設定において、投資先企業のサステナビリティ（中長期的な持続可能性）の把握は必要不可欠だと考えている。その際に重要となるのが、企業の理念やビジョン、ステークホルダーとの関係の安定性、ガバナンス等といった ESG 情報（非財務情報）の収集・分析であり、ESG 情報の収集にあたっては、取材のみならず、統合報告書も重要と考えている。各種の ESG 情報と企業価値との関係や、経営陣がどのような ESG 情報を企業価値にとってマテリアル（重要）と捉えているか、などの企業価値創造プロセスを取材と合わせて統合報告書で把握し、企業価値に影響を与える ESG 要因を選別・分析したうえで、企業のサステナビリティを確認している。

※各運用受託機関のコメントを GPIF で類型化のうえ分類して記載

以上