

市場から評価される ESG 開示とは

名古屋商科大学大学院マネジメント研究科 教授
大槻 奈那

■ 要 約 ■

1. 企業の非財務情報開示の重要性が高まり、各社の統合報告書の内容の充実化、差別化が進んでいる。本稿は、日本経済新聞社が主催する「第2回 日経統合報告書アワード」の審査内容を分析し、高評価の企業の特徴などをまとめた。
2. 第一の特徴は、定量的な記述が適切に盛り込まれていることである。最高経営責任者（CEO）のメッセージは、戦略や将来像を語る部分でもあり定性的になりがちだが、高評価の企業では、夢に加えて定量面の記述も多く含まれていた。
3. 第二に、響きのよい流行語を使うよりも、自分たちの言葉で記述しているものが総じて評価された印象だ。その言葉を使う意味などを、社内でじっくりと検討し、深く討議したことが、様々なところににじみ出ているためだろう。
4. 第三に、時間軸がわかりやすいことだ。今回の統合報告書では、環境問題に関する定量分析や、将来の目標も整備した企業が多かったものの、その達成までの時間軸が明確でないケースも多くみられた点は残念だった。
5. 日経統合評価アワードの評価ランキングと MSCI の環境・社会・ガバナンス（ESG）スコアには一定の相関がみられる。しかし、統合報告書アワードはまだ歴史が浅いため、高評価を受けた企業がその後どのような収益を上げているのかはまだ不明だ。今後の調査の課題として次回以降の評価者にゆだねたい。

I 高まる統合報告書の重要性と、注目が集まる「日経統合報告書アワード」¹

企業の非財務情報開示の重要性が高まり、各社の統合報告書の内容の充実化、差別化が進んでいる。そのような中で、2023年3月2日、日本経済新聞社が主催する「第2回日経統合報告書アワード」の結果が発表された。今回は、統合報告書を発行している企業の約4割に当たる350社（含む非上場の団体）もの応募があったという。その熾烈な戦いの中から、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。

筆者も初めて審査員に加わらせていただき、多くの統合報告書を読み評価する機会を得た。第一次審査では10社、第二次審査では、一次審査に残ったもののうち約20社の統合報告書を読ませていただいた。報告書は、各社200ページ前後で、別冊もあるという大作ばかりだった。これらを、評点の整合性をとるために、再三再四読み返すという作業を繰り返した。審査員は各設問について、採点の他にコメントを記す。一次審査では、合計400人もの審査員が参加した。審査に加わった全員がこのような過酷な読み込みを行った結果の集結であるだけに、審査員としては結果には自信がある。おそらく他の評価方法に比べて、多くの評価者がかかわっている点では評価点が安定しているのではないかと思う。

審査項目は図表1の通りとなっている。定性的な文言であるため、審査員がどれも同じような点数をつけてしまうのではないかとも思った。ところが、設問ごとの点数同士の相関をとってみると、相関が高い項目はごくわずかで、それぞれの設問の違いを見定めて丁寧に採点していることの表れだと思われる。

そのようなプロセスの中で、どのようなレポートが評価されたのかについて見ていく。

図表1 日経統合報告書アワード審査項目

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. トップマネジメントのメッセージ 2. 企業価値創造を実現するための企業理念の記述 3. 自社固有のマテリアリティの抽出と時系列（短・中・長期）を意識した価値創造プロセスの提示 4. 自社の経営資源（各種経営資本）の冷静な分析と中長期経営目標・戦略に関する記述 5. 企業特性に合った重要な経営目標指標（環境・社会・ガバナンス〔ESG〕項目含む）の抽出と重要業績評価指標（KPI）の提示と成果の公表 6. 投資家の分析に必要な十分な財務情報・財務関連情報が記述されているか 7. 中期的業容の展開にあたり説得力のある資本配分政策・財務政策・事業ポートフォリオ管理の記述 8. ESGのうち「環境関連」情報の記述と企業価値関連性への言及 9. ESGのうち「社会関連」情報の記述と企業価値関連性への言及 10. ESGのうち「コーポレートガバナンス・システム」の高度化が窺える記述 |
|--|

（出所）日経統合報告書アワードより一部抜粋

¹ 本稿の執筆に当たって、日本経済新聞社の了承を得ている。

II 評価の高いレポートの特徴

第一に、定量的な記述が適切に盛り込まれていることが重要である。例えば、最高経営責任者（CEO）のメッセージは報告書の冒頭を飾るものでもあり、会社の戦略を語る最も重要な部分だ。この審査コメントを簡易的なテキストマイニング・ツールで分析してみた（図表 2）。CEO のコメントは、会社によっては夢を語ることに力点が置かれているが、審査員が重視したのは、「経営資源」や「資本」を冷静に把握し、「投下資本利益率（ROIC）」や「自己資本利益率（ROE）」といった数値目標を掲げてその道筋を語るものだったようだ。統合報告書は、世界の投資家に向けたメッセージだ。共通言語としての数字を用いて精緻に伝える必要がある。

例えば、グランプリのオムロンは、2030 年までの長期ビジョンを新たにスタートした。独自の未来予想モデル「サイニック理論²」に基づき、2024 年までの ROIC 等の目標や、初めてサステナビリティ重要課題を設定した長期の経営方針を解説している。夢と希望と現実的な数字が巧みにバランスした内容となっている。

第二に、目新しい流行りの経済用語を使うより、自分たちの言葉で記述しているものが総じて評価された印象だ。今回の統合報告書では、「両利きの経営」や「One Team」などの言葉が何度か見られた。もちろんこれらの流行の言葉は、響きも良いし、日本のビジネスパーソンには伝わりやすいかもしれない。しかし、世界に発信する時にどこまで効果的なのかは不透明だ。むしろ、独自の言葉でどう伝えるのがいいのかをしっかりと議論した会社の方が高い評価を得た印象がある。自分たちの将来像をどのように伝えるかを社内で議論していくうちに、目標の前提の曖昧さなどが明らかになり、改善されていく。そうしたプロセスが透けて見えるような記述には、真剣さと迫力を感じる。

図表 2 CEO メッセージに対する審査員コメント



(出所) 日経統合報告書アワード資料からユーザーローカルを用いて筆者作成

² サイニック（SINIC、Seed-Innovation to Need-Impetus Cyclic Evolution）理論は、科学・技術・社会 3 つの領域を、歴史をたどりつつ未来予測したもの。

一方で、独自の言葉は使っているものの、社内でのみで通じるスローガンや、経営陣の名言などをあまり詳しく説明せずに使っているため、その意味が不明瞭なケースもみられた。その会社らしさをアピールするのに好機であるにも関わらず、その由来やそこに込められた思いなどが伝わり切れていない例も見られた。

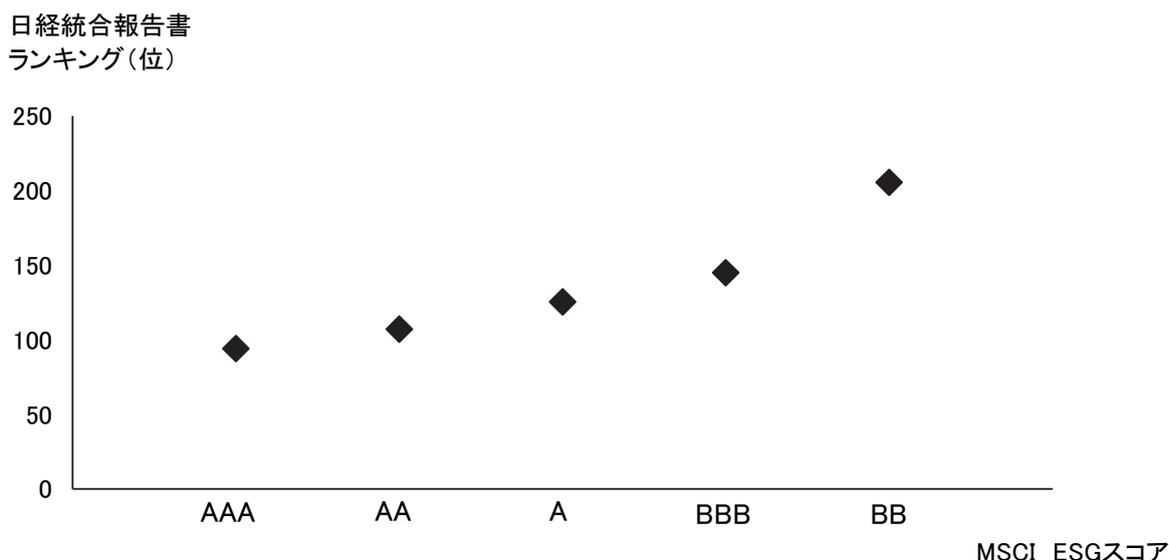
第三に、時間軸がわかりやすいことだ。今回の統合報告書では、環境問題や人的資本に関する定量分析や、将来の数値目標も示した企業が多かったものの、その達成までの時間軸が明確でないケースも多くみられた。こうした項目は、財務的な目標とは異なり、抽象度が高いだけに、時間軸別に示されないと実現可能性や達成度合いがわかりにくい。そもそも定量分析や数値目標は数字という共通言語で外部の投資家等とコミュニケーションを図るためのものだ。それが、外部に評価されなくては意味がない。

III 今後の課題

日経統合評価アワードの評価ランキングと MSCI の ESG スコアとの相関をとったものが図表 3 である。緩やかではあるが、一定の相関がみられる。筆者を含め、審査の際に ESG スコア等はほとんど考慮していないと思われる。特に評価の方法が、個別項目ごとの足し上げ方式である上、その項目が他の ESG スコアと合致しているわけではなく、参照のしようがない。つまり、これは純粹に評価が近かったということになるだろう。

なお、サステナティクスの ESG スコアとの相関はみられなかったため、要因については重視している内容の差など、詳細な分析が必要だろう。

図表 3 MSCI ESG スコア vs 日経統合報告書ランキング

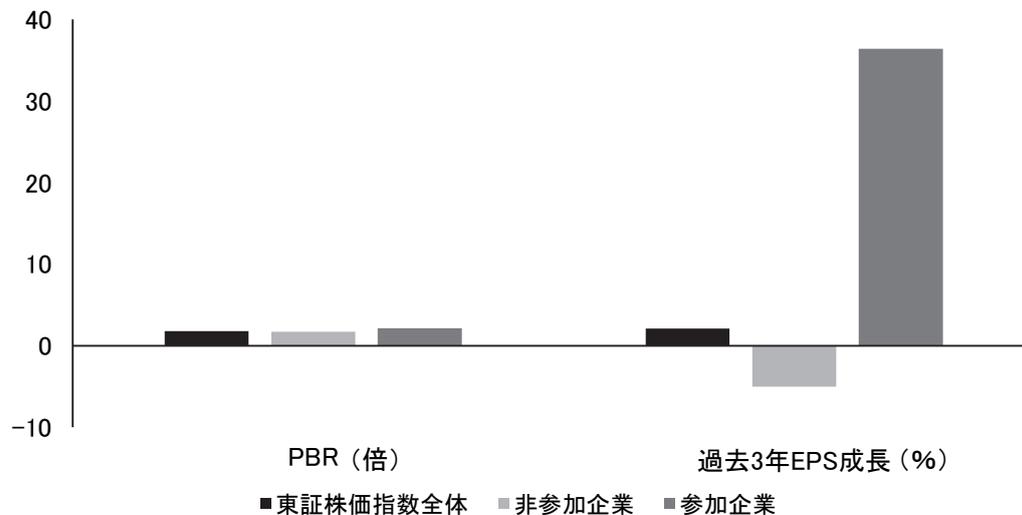


(出所) 日経統合報告書アワード資料、ブルームバーグデータより筆者作成

では、株価との関係はどうか。今回の応募企業は、非応募企業に比べ過去に高い利益成長を遂げた企業が多い（図表 4）。成長企業は統合報告書にも自信に満ちた記述ができるため、高評価を期待して応募しようという企業が増えるのだろう。

一方で、統合報告書アワードはまだ歴史が浅いため、高評価を受けた企業がその後どのような収益を上げているのかはトレースできていない。今後の調査の課題として来年以降の評価者にゆだねたい。

図表 4 日経統合報告書アワード参加企業 vs 非参加企業の株価と成長率



(注) PBR は株価純資産倍率。EPS は一株当たり純利益。

(出所) 日経統合報告書アワード資料、ブルームバーグデータより筆者作成