

上場会社の ESG 情報開示の現状と課題

円谷昭一(一橋大学)

1. 株式市場での ESG 情報の需要

上場会社が情報を開示するインセンティブとして、主要なステークホルダーである株主・投資家がそれを求めていることが挙げられる。では現在の日本の株式市場における ESG 情報への株主・投資家の需要はどの程度であるのか。これを直接に測定することは極めて困難であるが、その代替として日本サステナブル投資フォーラムが集計しているサステナブル投資残高(国内)の調査結果をサーベイする。それによると 2016 年の 56 兆円から大きく伸びて 2021 年には 514 兆円に達している。ただし、その後は横ばいで推移しており、2022 年に 493 兆円、2023 年に 537 兆円となっている。このサステナブル投資残高をアセットクラス別にみると、2016 年から 2021 年にかけての急増は株式投資の増加によるものであることが分かる。ただし、株式での投資残高は 2018 年に 200 兆円に達した後はそれほど変化はなく、一方で債券投資残高は 2019 年以降も増加傾向にある。したがって、昨今の日本市場のサステナブル投資は株式ではなく債券がけん引しているといっている。

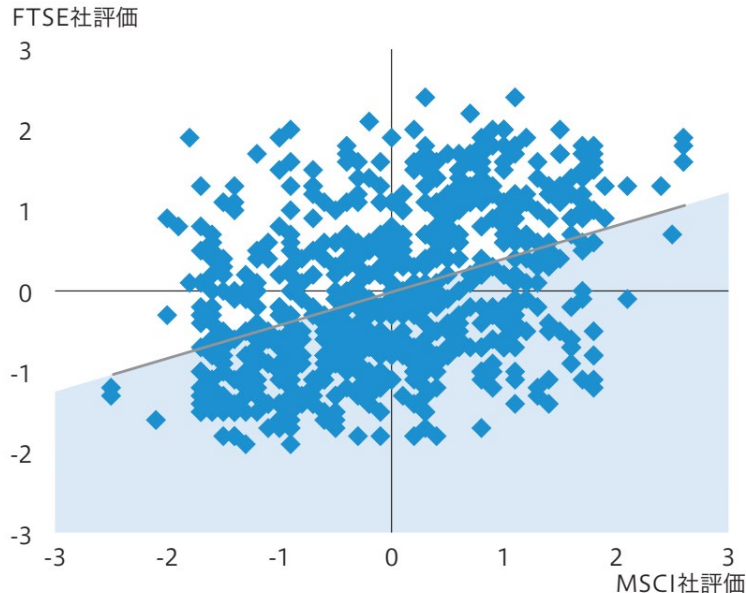
ではなぜ株式によるサステナブル投資が停滞しているのか。大きくは 2 つの理由があると考えられる。まず日本の国内株式投資がパッシブ運用中心にシフトしていることである。たとえば、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の国内株式運用におけるパッシブ運用比率は 93%(2022 年)に

達している。そもそもパッシブ運用のメリットは低コスト運用による高リターン追求であり、できるだけ調査費用(アナリストの人件費など)をかけない手法である。そもそも低コストを目指しているの、追加費用をかけて ESG を考慮した銘柄選定をすることはパッシブ運用の特性と相容れない。たとえば、一般の年金生活者が「これからは ESG を重視する企業に投資を集中しますので、投資リターンが減る分だけ年金の受け取り額も減ります」と言われたら、どれだけの人が「それでもよいです」と答えるだろうか。

次に、ESG という軸で投資銘柄を選定する際に必要となる、各社の ESG スコアといった投資データの信頼性が低いことである。たとえば、主要な ESG スコアデータのプロバイダーである FTSE と MSCI の算出した各社の ESG スコアをプロットすると図表 1 のようになり、ほとんど相関性はない。つまり、各社の ESG の水準を定量化するためのデファクトがまだ株式市場には存在しないのである。その結果、ESG 水準と株式リターンに相関はあるのか、といった実証研究を実施することも困難な状況にある。

図表1 FTSEとMSCIのESGスコア

A ESGスコア



(出所) GPIF「ESG活動報告」2019年度

しかしながら、中長期で見れば ESG を重視する世界的な流れは不可逆的であり、日本でも有価証券報告書でのサステナビリティ情報の開示強化やサステナビリティ開示基準の開発が進められている。本稿では ESG のうちの「S」「G」に焦点を当てて上場会社の開示の現状を報告する。

2. 「S」をめぐる情報開示

「S(社会)」で昨今最も注目が集まっている開示項目は「人的資本」であろう。2021年6月に再改訂されたコーポレートガバナンス・コードに「人的資本」という言葉がはじめて登場したことがその直接的な契機だと思われるが、欧米でも人的資本の開示を求める動きが活発化してきており、日本でも経済産業省などの研究会で議論が進められている。その背景は大きく3つあると思われる。

まず、人的資本の再配置に本気で取り組む必要性である。日本企業が公表する経営計画(中期経営計画など)の多くでは、計画が進捗するにつ

れて加速度的に業績が向上する、いわゆるホッケースティック型の計画概要のスライドをよく目にする。しかしながら結果的には「外部環境が想定以上に悪化した」といった理由で、計画が未達で終わることも少なくない。つまり、単に経営計画を描くのではなく、「その計画を実行できる人材はいるのか？」という点まで目配りしながら計画の達成可能性を評価していく必要がある。中期経営計画における事業ポートフォリオの組み替えについても、資産の組み替え計画についてですら開示はまだ少ない中で、「人材の再配置はどうするんですか？」という問いを企業も投資家も避けて通ってきたのではないか。これらが中期経営計画の未達や事業ポートフォリオの組み替えの問題点として徐々に浮き彫りとなってきたのではなかろうか。

次に、動きの激しい世の中で、従業員のリスクリテラシー(知識の追加取得)が各社の喫緊の課題となっている。たとえば自動車業界であれば、ガソリン車から電気自動車へのシフトによって、エンジン

関連の技術者をどのように配置転換するかが問題となる。そのためには各従業員がどのような能力を持っているのかを明らかにする必要があるが、そうした従業員のスキル・経験・資格等の質的内容表記を社内で標準化できているのは大企業であつてもごく少数にとどまると思われる。欧米では質的内容表記を標準化し、それを労働市場でも活用する動きが本格化してきている。従業員版のスキル・マトリックスだと思ってもらってもよいかもしれない。

最後に、とりわけ東証のプライム市場ではTCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) やサステナビリティへの対応がより求められるようになるが、「それに対応できる人材は育成しているのですか？」というように、VUCA (Volatility・Uncertainty・Complexity・Ambiguity) と称される時代の中で企業が直面する新たな課題に対応ができる人材が育成されているのかどうか が問われ始めている。

3 つの私見を挙げてみたが、以下の問いにご自身でお答えいただければ肚落ちするのではなからうか。「いま貴社でもっとも足りない経営資源は何ですか？」と問われたら、おそらく多くの方は「人」と答えるであろう。一方で、「いま貴社でもっとも余っている経営資源は何ですか？」と問われても、おそらく答えは「人」になるのではなからうか。本来は「人財」であるべきジンザイが、単に居るといだけの「人在」や場合によっては給料にパフォーマンスが見合っていない「人罪」となっていないだろうか。企業だけではなく日本全体でこの問題を避けて通ってきたのではなからうか。この問題に向き合わない限り日本の成長は望めず、それこそが今回のコード再改訂に人的資本が明記された背景ではないかと筆者は考えている。

3. 人的資本の開示例

実際に各社の開示例を紹介した方がよいであら

う。日本企業からは東京海上HDとKDDIを取り上げる。東京海上HDでは、統合レポート(2021年)の中に「人材戦略・CHROメッセージ」を設け、人材育成・スキル向上、従業員エンゲージメント向上、ダイバーシティ&インクルージョン(D&I)の推進など、項目別に戦略を明記している。また多くの日本企業がダイバーシティの中身がジェンダーおよび障がい者雇用への言及にとどまっている中で、ナショナルリティやジェネレーションに対応する戦略についてグループダイバーシティ&インクルージョン総括の執行役が説明している点が特徴的である。KDDIはマテリアリティKPIの中に「多様な人財の育成と働きがいのある労働環境の実現」として5項目を設定し、それ以外の項目の中にも「労働者権利の尊重」といった人的資本に関するKPIが設けられている。統合レポート(2021年)において2020年度の達成実績の評価と2021年度の目標値が定量データで記載されている。

米国企業では3Mの事例を取り上げたい。3Mの“Global Diversity, Equity & Inclusion Report 2020”は11ページのPDFだが、「常に我々は責任を果たす」というCEOの言葉とCDO(Chief Diversity Officer)のメッセージから始まる詳細なレポートである。内容の一例を挙げると、グローバルでのジェンダー比率や米国での人種・民族の詳細が取締役層から従業員層まで5つの階層ごとにグラフ化されている。また、3Mが定める報酬方針に従って、同一職種、同一地位、地域での平等賃金(pay equity)についても強調されており、米国でのジェンダー平等賃金、人種・民族平等賃金を100%達成していることが説明されている。現従業員の人材育成の開示が中心の日本企業の統合報告書と比べると趣は完全に異なっている。

イギリス企業ではBritish American Tobacco(BAT)の“ESG Report 2020”を紹介したい。このレポートはタイトル通りESG全般にわたるレポートだが、ソーシャルの部分で第三者機関が実施している

“Your Voice survey”の結果を、日用消費財業で同 社がベンチマークしている競合他社と比較しながら掲載している(図表 2)。

図表 2 British American Tobacco (BAT) の Your Voice survey

	BAT	競合他社
Employee Engagement Index	82	75
High Performing Index	80	74
Corporate Responsibility	86	74
Diversity and Inclusion	83	70
Empowerment	84	79
Innovation	74	67
Leadership and Strategy	73	67
People Management	82	80
Reward and Recognition	74	64
Talent Development	69	64
Transformation	76	71

シンガポールの DBS Group Holdings では“Sustainability Report 2020”において ESG マテリアリティを「社会へのインパクト」と「DBS へのインパクト」の 2 軸でプロットした ESG マテリアリティ・マトリックスを掲載している。その中で、Diversity and equal opportunity、Workplace well-being、Talent management and retention などが ESG マテリアリティとしてプロットされている。これらの中でも Talent management and retention が同社へのインパクトとしてもっとも大きく、重要課題として捉えられていることが読み取れる。また、このマテリアリティに関する取り組み、エンゲージメントサーベイや離職率などの定量データもともに開示されている。

最後に中国の Tencent の例である(図表 3)。中国では法令に従い、従業員の賃金、給与、ボーナス、年金制度への拠出、株式報酬費用、福利、医療、その他費用、トレーニング費用が以下のよう

に開示されている。日本企業の担当者に「ヒトにかけた今期の総費用はいくらですか？」と聞くと、「分からない」「そういうシステムになっていない」という回答がほとんどであるが、実際に開示している企業も世界にはあるのである。

図表 3 Tencent の開示例

	2020 年(百万元)
賃金、給与、ボーナス	48,192
年金拠出額	2,911
株式報酬費用	13,745
福利、医療、その他費用	4,679
トレーニング費用	111
	69,638

このように人的資本の開示と一言でいっても国や企業によって千差万別である。人的資本の開示充実は各国ともにまだ途に就いたばかりであり、どのような定性・定量情報を開示していくかはこれからの課題となっている。もちろん各国ごとに労働力の流動性や移民の状況、福利厚生や社会保障の違いなどがあるために単純に開示項目を比較するわけにはいかないのだが、現状でどのような開示がなされているかを俯瞰しておくことは今後を考えるうえでも重要であろう。

4. 「G」をめぐる情報開示

続いて「G(ガバナンス)」をめぐる情報開示の現状を報告する。昨今の情報開示をめぐる法制度の改定の特徴として、コーポレート・ガバナンスに関する開示が強化されてきている点があげられる。開示強化が目的というよりも、上場会社におけるコーポレート・ガバナンス強化のための制度変更が進められており、それにとまって開示への要求も高まってきているといえる。日本のコーポレート・ガバナンス改革に効果があったかどうかを検証した実証研究も徐々に蓄積されてきている。それらの研究が主に焦点を当てているのが社外取締役の選任が日本企業の業績や株価といったパフォーマンスを押し上げたかどうかという点である。一連の研究結果からは、2010 年代の前半は社外取締役の選任とパフォーマンスとに正の相関が観察

されているが、2010 年代後半になると相関が見られなくなってきている。

この結果にはいくつかの解釈が考えられるが、2015 年前後はまさに日本でのコーポレート・ガバナンス改革の本格的な幕開けの時期であり、それまでは一部の企業が自主的に取り組んでいた改革が上場会社全体に拡大した時期でもある。つまり、2015 年前後までの一部企業の改革はそれが自発的かつ積極的であったがために社外取締役の選任も含めたガバナンス改革が企業パフォーマンスと正の相関を示した可能性がある。一方で 2015 年前後を境にして“仕方なく”形を整える企業が増えたために相関が見られなくなったとも考えられる。

経済産業省が行った社外取締役向けのアンケートによると、社外取締役が感じている課題として「取締役会以外のインフォーマルな議論の場を設ける」「議案選定を見直し、経営戦略等に関する議論の時間を増やす」「取締役会の事前説明を充実させる」「社外役員のみでの議論の場を設ける」といった回答が上位を占めている。こうした課題を改善することが企業パフォーマンスにつながるのであれば、改善への取り組みに関する開示を求める声が高まってくると思われる。さらに、開示を求める声の高まりが企業側にこれらの取り組みを強化させるきっかけとなるかもしれない。

(1) 社外取締役をめぐる情報開示

日本では一連のコーポレート・ガバナンス改革によって社外取締役を選任する企業は増え、また当初は1人だったのが2人に、2人だったのが3人に・・と増員が続いている。これにともなって社外取締役をめぐる情報開示の制度も整備されてきている。たとえば、有価証券報告書の中に取締役会や委員会の活動内容の記載欄が新設された。委員会とは指名委員会や報酬委員会のことを指しており、東証プライム市場の上場会社の半数以上が任意でこのような委員会を設置している。これらの委員会の活動内容は投資家からの注目度が高いものの、ほとんどが任意で設置されているためになかなか活動内容が外部に伝わってこない。また、委員会の委員長やメンバーである社外取締役にどのくらいの手当てが支給されているかといった報酬の開示についても日本はまだまだ改善の余地があるといわれている。

欧米の主要企業では取締役会の議長や各委員会の委員長に就いている社外取締役の役職手当が開示されている。また、取締役会への出席ごとの手当ての金額なども開示されており、社外取締役に求められる役割とそれへの対価とが一体的に開示されている。日本企業では社外取締役の報酬は「基本報酬」「賞与」「株式報酬」といったように報酬の形態別に開示されており、役職に対する手当ての金額はおろか、そもそも手当てがあるのかどうか分からないのが実状である。相応の責任ある役割を社外取締役に求めるのであれば、役職に対する報酬をしっかりと定め、それを開示することで規律づけることが必要である。

とはいえ委員会の活動内容については日本企業でも開示がだいぶ進んできてはいる。しかしながら依然として問題があり、それは定型文での開示が多いということである。欧米でも中小型企業になると定型文での開示が増えてくるが、その国を代表する主要企業では自社の言葉でしっかりと説

明されていることがほとんどである。日本企業では大企業であっても定型文での開示がいまだに多いのが残念ながら現実である。欧米の主要企業のように社外取締役が報告主体となって委員会の活動報告を開示している企業は日本ではまだ少数である。また、委員会が外部コンサルタントを雇っている場合には欧米ではコンサルタント名などの開示が求められるが、日本企業ではまだ途に就いたばかりである。社外取締役の報酬や委員会の活動をめぐる情報開示は今後の大きな論点となる。

(2) スキル・マトリックスと統合報告書

社外取締役も含んだ取締役全体のスキル・セットにも注目が集まっている。取締役のスキルを明らかにするための具体的な開示方法は複数あるが、その中で一般的なものがスキル・マトリックスである。スキル・マトリックスとは、横軸にスキル項目、縦軸に個々の取締役名が並び、誰がどのようなスキルを保有しているかを一覧にした表である。日本企業のほとんどは自社の取締役がいま保有しているスキルを開示しているが、本来であれば自社の経営にとって必要と思われるスキルの特定が最初に行われ、その後にそれらの必要スキルを現在の取締役が保有しているかどうかを開示しなければならない。したがって、現時点ではどの取締役も持っていないスキルがあっても問題はなく、そのスキルを持った新たな取締役を探して選任すればよい。米国ではすでに10年以上前から取締役のスキルの開示が始まっており、自社に必要なスキルは各社ごとに違いが見られる。たとえば、「当社の歴史の理解」といったスキルやガス会社が「火山に関する知識」などを必要スキルとして掲げている。

スキル・マトリックスは法定開示項目ではなく、あくまで企業が任意で開示している表となる。その開示媒体としては招集通知や統合報告書が多

い。統合報告書は任意開示資料ではあるものの、日本では主要企業のほとんどが作成しており、KPMG の調査によればすでに上場会社 1,000 社以上が作成・開示しているという。筆者は日経統合報告書アワードの審査員をしていることもあり、統合報告書に関する質問もよく受ける。もっともよく受けるのが「投資家に読んでもらえないのだからどうしたらよいでしょうか？」という質問である。その際に私は「誰を対象に作成していますか？」と問い返している。そうすると機関投資家、個人投資家、従業員、取引先・・・などさまざまな対象に向けて作成していると多くの方が回答する。つまり内容の焦点がぼやけてしまい、投資家が知りたい情報を集約してうまく発信できていないのである。

たとえば、どの統合報告書でも経営トップのメッセージが巻頭に掲載されているが、今期の業績や中期経営計画の説明に終始し、その企業がどこに向かっているのかという視野の広い話がなかなか語られていない。業績や中期経営計画であればわざわざ統合報告書を読まなくても他の開示資料から知ることができる。コーポレート・ガバナンスに関する記載内容も、その多くは有価証券報告書や株主総会資料といった他の開示資料で知ることができる。また、自社にとって悪い情報が掲載されない傾向がある。たとえば PBR といった株価指標が低水準であったり中期経営計画が未達成に終わった場合でも、それらに関する説明はほとんどなされていない。これは企業に限ったことではないが、自身にとって良いことしか書かれていない。失敗から何を学び、それを今後の経営にどのようにいかしていくかという点こそが投資機会でもあるわけで、それが述べられていないのである。社外取締役のメッセージも企業寄りの発言が目立ち、独立した立場から厳しい指摘をしているものは限られている。

G(ガバナンス)に関する記載は年々充実してきているが、それらの情報が企業の今後の成長

や将来の利益拡大にどのように効いてくるのかをうまく説明できている企業はそれほど多くはない。非財務情報がいつどのように財務情報として発現するのか、つまり“未”財務情報という視点で情報を開示していくことが求められているといえよう。

5. ESG 情報開示の課題

ここまで「S」と「G」を中心に ESG 情報開示の現状を報告してきたが、最後に今後の課題(注目すべき点)について述べたい。

まず、ESG は「開示」の問題ではなく「経営」の問題であるという認識を持つ必要性である。たとえば、多くの企業が統合報告書の中で「女性活躍」という項目を設け、その中で女性管理職比率を開示している。管理職になることが「活躍」といえるのであろうか。もちろん、管理職になることは活躍の一部であることは否定しないが、本来であれば自社にとっての「活躍」の定義があり、その定義に沿って関連情報が開示されるべきである。女性管理職比率は有価証券報告書での法定開示データであるために、開示さえすればそれで終わりという雰囲気生まれていることは否めない。開示のための開示ではなく、経営を支えるための開示でなければならない。

次に、コーポレートガバナンス・コードや様々なガイドライン等に従ってすべてを開示しなければならないわけではない。ビジネスの特性上、温室効果ガス(GHG)をあまり放出しない企業も決して少なくない。そうした企業もすべからず統合報告書の中で「GHG 削減」を掲げてその数値目標を開示するのは筆者の目にはかえって異様にさえ映る。ではなぜ GHG 低排出企業がその削減目標を開示するのか。それは他社が開示しているから、ではなかろうか。上場会社(とりわけプライム市場)として、「最初(の開示者)にはなりたくないが最後にもなりたくない」というのが本音ではなかろうか。もちろん GHG 削減を否定するつもりは毛頭ないが、

当社は上場会社だから、当社はプライム市場だから他社に後れを取ってはいけない、という社内ロジックで無理して開示をしているのであれば本末転倒である。堂々と「当社のビジネスは GHG をそれほど排出しておらず、できる範囲内で今後も削減に取り組めます。以上」と記載すればよいのではなかろうか。

最後に、ESG・サステナビリティ対応は頂上の見えない山への登山に似ている。GHG のネットゼロの目標年を 2050 年に設定している企業がある。おそらく現経営陣は 2050 年には全員退任しているであろう。となると、目標値は開示していてもどうしても「他人事」となってしまう。心の中では「次の経営者がやってくれればよい」「次の世代が考えてくれればよい」と思うと、結局のところ開示担当者に「丸投げする」ことにつながってしまう。世の中の変化が激しい中で、何をどこまでやれば ESG 開示の世界的なコンセンサスの水準に到達できるのかは分からない。その意味で頂上の見えない山、と表現したわけだが、頂上が見えないとしても、着実に登っていけばまた上の視界も開けてくる。どこまで現在の経営陣で登るのかを定め、そこから先は次の経営陣にしっかりとサクセッション(継続)していくことが求められており、そうした登山の姿を切り取って開示していくことが ESG 開示では求められている。