ディスクロージャー企画業務推進部 2024 第18号

研究レポート

■ **第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作**

「有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示実態調査」

東北学院大学 経営学部経営学科3年　仁藤 新太
東北学院大学 経営学部経営学科3年　冨士原 竜矢

■ **第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ チャレンジ賞（特例）**

「企業のIRをより効率的にし、個性を際立たせるための提言」

関西医科大学 医学部1年　脇 一永
関西医科大学 医学部6年　三浦 雅郁

■ **第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 優秀賞**

「日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言」

一橋大学商学部円谷ゼミナール3年Bチーム（佐藤 愛斗、井出上 拓矢、伊東 十萌、金 娜延、横地 遥）

■ **第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作**

「中期経営計画の達成と開示の関連性 ー統合報告書を軸としてー」

一橋大学商学部円谷ゼミナール　3年チームA（樋口 涼太、加藤 藍、宍戸 健人、白川 大智、永嶺 郁時、藤井 沙樹、渡邊 吉顕）

■ **2023年　活動記録**

PRONEXUS

ディスクロージャー企画業務推進部

研究レポート2024

第18号　目次

はじめに　……………………………………………………　1

第15回プロネクサス懸賞論文

審査委員会委員長　講評　………………………………　3

部門Ⅰ 佳作受賞論文

「有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示実態調査」

仁藤 新太（東北学院大学 経営学部経営学科3年）

冨士原 竜矢（東北学院大学 経営学部経営学科3年）　………　7

部門Ⅰ チャレンジ賞受賞論文（要旨）

「企業のIRをより効率的にし、個性を際立たせるための提言」

脇　 一永（関西医科大学　医学部1年）

三浦 雅郁（関西医科大学　医学部6年）　…………………　27

部門Ⅱ 優秀賞受賞論文

「日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言」

一橋大学商学部円谷ゼミナール3年Bチーム

（佐藤 愛斗、井出上 拓矢、伊東 十萌、金 娜延、横地 遥）　……　28

部門Ⅱ 佳作受賞論文

「中期経営計画の達成と開示の関連性　-統合報告書を軸として-」

一橋大学商学部円谷ゼミナール　3年チームA

（樋口 涼太、加藤 藍、宍戸 健人、白川 大智、永嶺 郁蒔、藤井 沙樹、渡邊 吉顕）　………………………………………　40

表彰式開催模様　……………………………………………　58

第16回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ　…………　59

ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告　…………　64

2023年　活動記録　………………………………………　66

はじめに

ディスクロージャー企画業務推進部は、「企業ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を行い、その研究成果等を社会に還元することにより、資本市場の発展に貢献する」ことを目的として2006年10月１日に開設したプロネクサス総合研究所の業務を引き継ぐとともに、さらなる情報発信力の強化を目的として、2022年４月にディスクロージャー相談部内に調査研究チームを設置し、活動を開始いたしました。その間、その活動を本格化させる観点から、2007年３月29日に常設の研究会として「ディスクロージャー基本問題研究会」を設置しております。

当部顧問及び研究会委員の方々をはじめ多くの関係者の皆様には、当部活動の趣旨・目的のご理解および多大なるご支援・ご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、2023年における当部の活動としましては、「ディスクロージャー基本問題研究会」を３回（累計では84回）開催いたしました。研究会では、「企業内容等の開示に関する内閣府令等改正の解説～サステナビリティ開示の導入等～」等をテーマに講師を招き、ご講演ののち活発な質疑応答を行いました。

また、当社のCSR活動の一環として、若手研究者の支援等を目指し、本年も「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行いました。15回目となる今回は、2023年12月に両部門の受賞作品として優秀賞1本と佳作２本のあわせて３本、また特例としてチャレンジ賞１本を決定し公表いたしました。

この度、これらの2023年の１年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究レポート」第18号として発行することといたしました。

当部といたしましては、今後も、ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を積極的に進め、その活動状況を「研究レポート」として逐次刊行してまいります。

2024年２月

ディスクロージャー企画業務推進部

部長　神戸 義裕

「第15回プロネクサス懸賞論文」
部門Ⅰでは佳作１作品および特例としてチャレンジ賞１作品が受賞。部門Ⅱでは優秀賞１作品、佳作１作品が受賞。

株式会社プロネクサスは2009年５月から、CSR活動の一環として「プロネクサス懸賞論文」の募集を開始し、2023年にその第15回目を実施しました。当懸賞論文は、当社が企業のディスクロージャー・IRにおける実務サポートを提供する専門企業であり、事業そのものが資本市場と密接に関わる重要な社会的責任を負っていることから、資本市場の健全な発展につながる研究の成果を発表していただくことを目的として実施しております。

当年度は、「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案」というテーマに対して、全体で６件の論文の応募があり、部門Ⅰでは佳作１本および特例としてチャレンジ賞１本、部門Ⅱでは優秀賞１本および佳作１本の論文を選定しました。

なお、来年度も同じテーマで「プロネクサス懸賞論文」の募集を行う予定です。より多くの若い研究者や学生の皆さんから研究の成果が寄せられることを期待いたします。

【部門Ⅰ 審査結果】

最優秀賞　該当なし

優秀賞　　該当なし

佳　作　　１本

仁藤 新太(東北学院大学 経営学部経営学科3年)
冨士原 竜矢(東北学院大学 経営学部経営学科3年)
「有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示実態調査」

チャレンジ賞　　１本　*特別に設定

脇 一永(関西医科大学　医学部1年)
三浦 雅郁(関西医科大学　医学部6年)
「企業のIRをより効率的にし、個性を際立たせるための提言」

【部門Ⅱ 審査結果】

最優秀賞　該当なし

優秀賞　　１本

一橋大学商学部円谷ゼミナール3年Bチーム
(佐藤 愛斗、井出上 拓矢、伊東 十萌、金 娜延、横地 遥)
「日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言」

佳　作　　１本

一橋大学商学部円谷ゼミナール　3年チームA
(樋口 涼太、加藤 藍、宍戸 健人、白川 大智、永嶺 郁蒔、藤井 沙樹、渡邊 吉顕)
「中期経営計画の達成と開示の関連性　-統合報告書を軸として-」

第15回プロネクサス懸賞論文 審査委員会委員長講評

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案。実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実態調査、ケース分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とする」というテーマに対して，「部門Ⅰ」に4件，「部門Ⅱ」に2件の論文の応募があり，審査委員会は，厳正かつ多面的に検討を行い，部門Ⅰから佳作1本と特別にチャレンジ賞1本，部門Ⅱから優秀賞1本と佳作1本を選定した。審査委員会で各委員から出された意見等を紹介しつつ，審査委員会を代表して講評を行う。

部門Ⅰの佳作は，仁藤新太氏と冨士原竜矢氏（東北学院大学経営学部３年，古賀裕也ゼミナール）の「有価証券報告書における『サステナビリティに関する考え方及び取組』の開示実態調査」である。本研究は，日経225採用銘柄のうち2023年3月期決算企業184社を対象に，有価証券報告書に記載されているサステナビリティ記事を読み，手作業で作成した独自のデータベースを用いて開示傾向を分析したものである。

データベースの作成に関して，調査カテゴリーとして，「構成」，「サステナビリティ全般」，「気候変動」，「人的資本」の4つを設定し，構成カテゴリーに3つの調査項目，サステナビリティ全般カテゴリーに20の調査項目，気候変動カテゴリーに22の調査項目，人的資本カテゴリーに11の調査項目を定義して，調査項目に合致する記載がなされているのか否かを確認している。

分析結果から得られた知見から，企業の開示に関する提案として，①サステナビリティ全般，気候変動，人的資本の3つに分類し，それぞれのカテゴリーにおける記載内容をガバナンス，戦略，リスク管理に整理して開示する。②3つのカテゴリーすべてにおいて指標と目標の開示を充実させ，目標値と実績値を併せて開示する。③図表を交えながら記載する，の３点を挙げている。

審査委員からのコメントとして，サステナビリティ開示の実態を詳細にデータ化し集計しており，学部生レベルとしては問題点の指摘も妥当であり，その努力を評価したい。また，本年から始まった有価証券報告書法定開示をテーマに取り上げたことはタイムリーで，開示傾向の把握に参考となる結果を示している。なお，統合報告書の開示内容との比較を詳細に行うと興味深い知見が得られたでのではないかというアドバイスがあった。

部門Ⅰの応募論文のなかで，脇一永氏（関西医科大学医学部１年）と三浦雅郁氏（関西医科大学医学部６年）の「企業のIRをより効率的にし，個性を際立たせるための提言」を特別にチャレンジ賞とした。この論文は，大和インベスター・リレーションズの「インターネットIR表彰」の2021年度版と2022年度版から，その両方で最優秀賞またはサステナビリティ部門最優秀賞を受賞した企業11社を分析対象に，IR情報の中から労働者の福利厚生情報に絞って，医学生としての専門分野の知識を生かしその記述内容を検討したものである。

会計や経営分野を専攻する学生・研究者以外の，新たな分野の学生・研究者によるIR情報に関する検討は斬新で興味深いものであった。なお，研究水準としては個人的な感想に止まっており，客観的な分析・考察についての方法を学び，研究を深めることを期待する。

部門Ⅱの優秀賞は，佐藤愛斗氏（一橋大学商学部３年・円谷昭一ゼミナール）を代表とする「日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言」である。本論文の目的は，企業における職階別の男女比を推計することでジェンダー構造を明示化し，それと企業の業績および株主からの評価との関係を明らかにすることである。優秀賞とした第１の理由は，独自のデータベースを作成する上での工夫である。2023年8月時点のTOPIX1000の構成企業を分析対象に，女性の職階を①新卒，②管理職，③執行役および執行役員，④取締役に分類し，それぞれの女性比率を，就職四季報，各社の有価証券報告書ならびにHP・eolを用いて収集することで，すべての職階の女性比率が得られた348社を分析対象とすることができた。

第２の理由は，入社時における男女比率が異

なっていることや女性は結婚・出産などのライフイベントを原因として管理職になる４０歳代後半までに３分の１が離職するという仮定をおくなどして「ありうべき女性比率」を定式化したことである。男女比率の格差にはいわゆるジェンダー問題以外の要因もあることを勘案した指標であり，有用な分析指標として今後の研究において参考になると思われる。

第３の理由は，女性比率の職階間の推移と女性の社外取締役の多寡の２軸により企業を４分類し，読者が企業イメージを想像しやすい「砂時計型」，「ろうと型」，「円柱型」，「三角形型」というネーミングをしたことである。

第４に，企業の収益性（ROA,ROE,ROSの３指標）と企業に対する市場の評価（PBR指標）を測定し，これらの指標値と４つの企業類型との関係を分析し興味深い知見を示したことである。たとえば，取締役への女性登用は，良好な収益性の条件を満たされているとかなりの高評価を与えるが，一方，収益性が良好でないのにもかかわらず，女性を社外取締役に登用する企業は市場から高評価を得られない。また，収益性が高くとも，女性が役職に登用されにくい企業の市場評価は低いという知見である。

第５に，研究目的の説明，調査方法，結果に対する考察，そこから導き出された課題，提言，展望など，論文全体を通してよく練られており理解しやすいものとなっている。

なお，審査委員からのコメントとして，先行研究として古い論文が挙げられており，最近の研究論文も参考にしてほしい。市場の評価や収益性に関する時系列の分析を併せて行うとさらに興味深い知見が得られる可能性があるというものであった。

部門Ⅱの佳作は，樋口涼太氏（一橋大学商学部３年・円谷昭一ゼミナール）を代表とする「中期経営計画の達成と開示の関連性－統合報告書を軸として－」である。本論文では，日経225採用企業のなかで，2023年3月までに完了した最新の中期経営計画（以下，中計）が存在し，かつ統合報告書を発行している183社を対象とし，中計に関する記述内容と財務業績や中計の達成・未達成との関係など６つの仮説を設定して分析し，統合報告書の中計に関する記述の書き方および読み方に関する提言をしている。

６つの分析（仮説）のうち，仮説１の分析（中計の公表の有無と財務パフォーマンスとの関係について，公表している企業は，業界と比較した企業の財務パフォーマンスが未公表の企業のそれらよりも高い）と仮説３－２の分析（中計連動型の役員報酬を有価証券報告書に加え統合報告書にその旨を開示している企業は，開示していない企業よりも財務パフォーマンスの達成割合が高い）については，肯定的な観察結果を得ているが，それ以外の４つの分析（仮説）では，否定的な観察結果であった。

佳作とした第１の理由は，分析テーマおよびその背景の説明，また，仮説を検証するための観察可能な代理変数の設定について工夫がなされており，さらに，独自のデータを得るために多くの時間と手間を費やしており，研究および論文の完成度が高いことである。

第２は，否定的な観察結果が得られたにもかかわらず，プロネクサス懸賞論文の趣旨に鑑み，観察結果を考察して，論文の目的である提言を導出したこと自体を評価するものである。とくに，「未達成企業は他に記述すべき重要事項がないので，結果として中計に関する記述割合が高くなった」と考察している解釈は興味深かった。審査委員から，この否定的な観察結果について，２つの別の解釈が提示されたので記述する。「達成していれば説明する必要はあまりなく，達成していないとその理由を説明しなければならないという実務と観察結果は整合的である。」「企業側・統合報告書制作側の視点では，良い会社ほど『分かりやすく伝える』ことを優先していて，むしろ文字数を減らす努力しているという点を考慮に入れると異なる結論になる。」

なお，以下のような審査委員のコメントがあった。中計に関する記述の中で，企業の製品開発，市場開発，需要の予測等の業績の達成という財務数値に結びつく内容を分析すると説得力のある研究になる。日経225採用銘柄の中には，中期経営計画の作成・開示を行っていない企業や最近止めたと言う企業がある。どのような企業が中計を開示していないのかの分析を行い，企業を取り巻く環境変化が激しい今日，日本独自とも言われる中期経営計画を開示することの要否や意義についても検討してほしい。

「プロネクサス懸賞論文」募集が第15回目を迎え，「部門Ｉ」についても若手大学教員・大学院生からの応募がなく，学部学生の研究論文が多い。この原因として，今回の受賞論文を参照していただければわかるように，大量のデータベースを手作業で作成することから研究が始まっており，このような研究は，個人の研究者では不可能と思われ，ゼミナール生を的確に指導する教授の高い研究水準と教育への情熱があってこその研究という意味で，きわめて研究・論文のレベルが高くなったからではないかと考えられる。しかし，審査においては，分析結果の活用などによる知見の獲得と提言の導出を重視しており，重回帰分析等の統計的手法を用いずとも，企業が実際に開示した内容をグラフや表にして検討すること，特異なケースを丁寧に分析することによっても優秀な研究・論文であると認められる。また，チャレンジ賞の論文は，定性的検討・記述であるが，異なる専門分野の知識を生かした考察は新鮮であり，ディスクロージャー・ＩＲをより効果的，効率的なものにするための研究および提案という「プロネクサス懸賞論文」の趣旨に沿ったものである。

「プロネクサス懸賞論文」で受賞した論文は，「研究レポート」などのジャーナルに全文が掲載されるので，学会においても参照・引用可能となり，著者名を付して学術的な貢献がなされた証左となるものである。今回の受賞論文を参照していただき，より多くの論文の投稿を期待する。

以上

【第15回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】

委員長 黒川 行治（慶應義塾大学 名誉教授）
委　員 新井 武広（前会計教育研修機構 代表理事専務）
委　員 川村 義則（早稲田大学商学学術院 教授）
委　員 小宮山 賢（早稲田大学大学院経営管理研究科 教授）
委　員 佐藤　 明（㈱バリュークリエイト パートナー）
委　員 多賀谷 充（青山学院大学大学院 教授）
委　員 上野 守生（㈱プロネクサス 取締役会長）

第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作

「有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示実態調査」

仁藤 新太(東北学院大学 経営学部経営学科3年)
冨士原 竜矢(東北学院大学 経営学部経営学科3年)

1. はじめに

本稿の目的は、2023年3月期決算企業から適用された有価証券報告書におけるサステナビリティ開示について、その内容を調査し開示実態を分析することである。近年、社会全体がサステナビリティ重視の方向に動いており、持続可能な経営が重視されている（青木，2019）。2023年1月31日に、「企業内容等の開示に関する内閣府令及び特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（以下、内閣府令とする）が公布・施行された。これは2022年6月に公表された金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告（以下「WG報告」）における提言を踏まえ、企業のサステナビリティに関する取組などの開示拡充を図るものである（上利他，2023）。内閣府令によって拡充された主な内容は、有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の新設、「従業員の状況」の記載欄における「女性管理職比率」等の多様性の指標に関する開示の拡充、「コーポレート・ガバナンス」の記載欄における開示の拡充である。

本稿が有価証券報告書におけるサステナビリティ開示の実態を調査する動機は、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資とESG情報開示の拡充に大きな関心が寄せられている点にある。ESG投資とは、財務情報だけでなくESGの要素を考慮した投資のことである。ESG投資は欧米を中心に普及していたが、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国連責任投資原則（PRI）に署名したことで日本でも注目されたといわれている（青木，2019；加賀谷，2023）。これまでは企業の任意開示によってESG情報が主に開示されていたものの、内閣府令の改正に伴い有価証券報告書で上場会社に対してESG情報開示が強制されることになった。強制開示によってどのようなESG情報が開示されるのか、統合報告書など任意開示書類で開示される情報と違いはあるのかは投資家にとって興味深い内容であると考えられる。また、有価証券報告書のサステナビリティに関する取組の開示内容の違いや傾向を分析することで、情報開示を実施する企業に対しても開示の改善点に対する示唆を有すると期待される。

そこで本稿では、2023年3月期決算企業から開示された有価証券報告書「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示に着目し、調査・分析を行う。本稿の狙いは、これによりこれらの開示内容の傾向を把握することで、開示の改善点を提示し、より充実した開示を提案することである。サステナビリティ開示の実態調査を独自に行った先行研究はいくつかある（KPMGサステナブルバリューサービス・ジャパン，2023；今堀，2023；小川，2023）。日経225採用銘柄を対象に、KPMGサステナブルバリューサービス・ジャパン（2023）はGHG排出量、今堀（2023）は気候変動、小川（2023）は人的資本に関する情報開示を調査した結果を報告している。しかしながら、これらの研究は開示内容の一部に焦点を当てた結果であり、全体像を詳細に調査したものではない。

本稿は、日経225採用銘柄のうち2023年3月期決算企業184社を対象とし、有価証券報告書に記載されているサステナビリティ開示を手収集で収集し、その開示内容全体の傾向を分析した。その結果、サステナビリティ開示の内容を明確に読み取ることができない場合があること、気候変動や人的資本に比べてサステナビリティ全般の指標と目標の開示が充実していないことがわかった。統合報告書と有価証券報告書のサステナビリティ開示の違いについての追加調査を行ったところ、それらの記載内容に大きな差は無いが、有価証券報告書上でサステナビリティ開示量が少ない企業では、

統合報告書でサステナビリティ開示について詳細に記載されており、有価証券報告書では開示内容が省略されている場合があることがわかった。

本稿の貢献は以下の通りである。第1に、有価証券報告書におけるサステナビリティ開示の実態について包括的に検証した初めての研究であり、研究の蓄積に貢献している。第2に、有価証券報告書のサステナビリティ開示の改善点を提示している点である。

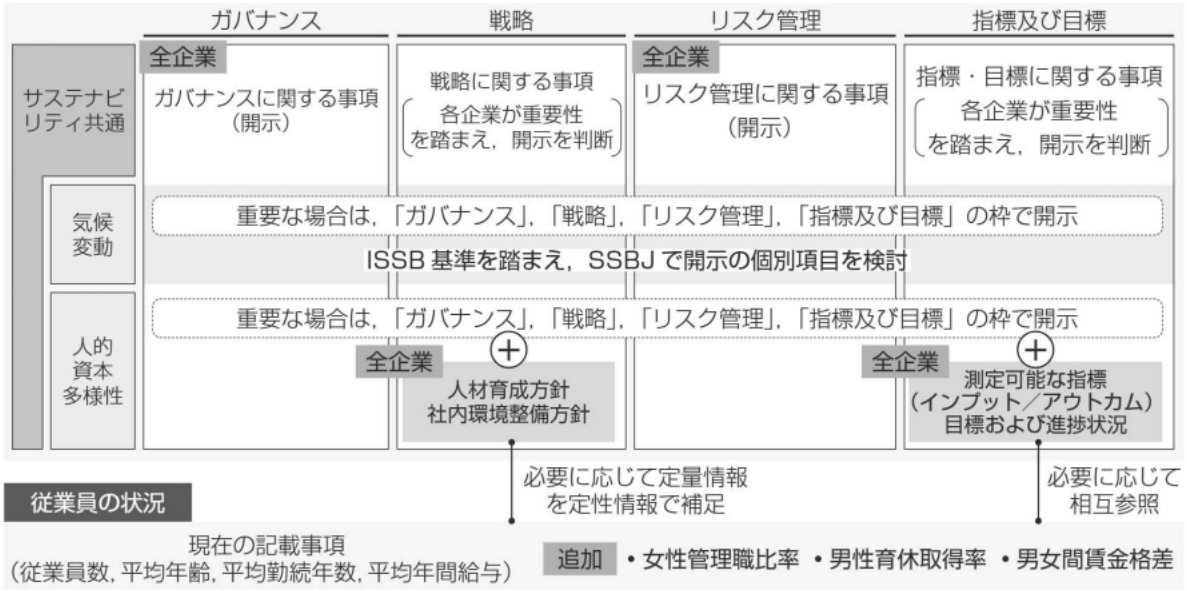
本稿の構成は以下の通りである。第2節で有価証券報告書のサステナビリティ開示の概要を示す。第3節はリサーチ・デザインを記述し、第4節で開示実態調査の結果を示す。第5節は追加調査の結果であり、第6節は本稿の結びである。

2. 有価証券報告書のサステナビリティ開示の概要

2023年1月31日に公布された内閣府令によって、有価証券報告書で新たにサステナビリティ開示が実施されることになった。この改正は、2022年6月13日に金融審議会が公表したWG報告の提言を踏まえ、企業のサステナビリティに関する取組やコーポレート・ガバナンスに関する開示の拡充を目的としている。WG報告では、有価証券報告書の非財務情報開示を拡充すること、具体的にはサステナビリティ全般、気候変動、人的資本、多様性に関する開示と、取締役会の活動状況といったコーポレート・ガバナンスに関する開示拡充が提言された。

図1は「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示内容を示している。内閣府令の改正では主に３つの開示の拡充がされており、それらは①「従業員の状況」記載欄の内容の充実、②「サステナビリティに関する考え方及び取組」記載欄の新設、③「コーポレート・ガバナンスの状況」記載欄の内容の充実である。

図1　サステナビリティ開示の内容



出所　上利他（2023）より

サステナビリティ記載欄においては、「サステナビリティ共通」、「気候変動」、「人的資本・多様性」が、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」の4つの構成要素に基づいて開示されることが求められる。そのなかでも、「サステナビリティ」分野の「ガバナンス」と「リスク管理」事項、「人的資本」分野の「戦略」と「指標及び目標」事項の開示は必須となっている。また、金融庁（2022）はWG報告で議論された開示例を取りまとめ、参考情報を公表している。

3. リサーチ・デザイン

分析にあたり有価証券報告書の第一部【企業情報】の第2【事業の状況】に記載される2【サステナビリティに関する考え方及び取組】の開示内容を収集する。分析対象企業は日経225採用銘柄のうち2023年3月31日に終了する事業年度に係る有価証券報告書を開示している184社である。サステナビリティ開示は、2023年3月31日決算から開始されているため、本稿は分析対象を2023年3月31日決算企業としている。本稿の分析手順は以下の通りである。

① 日経225採用銘柄の2023年3月期の有価証券報告書を会社ホームページあるいはEDINETから入手する。

② 有価証券報告書の【サステナビリティに関する考え方及び取組】の開示内容を収集し、構成、サステナビリティ全般、気候変動、人的資本の4つの調査カテゴリーごとに開示内容を分析する。

表1は、有価証券報告書の【サステナビリティに関する考え方及び取組】の開示内容に対する本稿の調査内容をまとめたものである。

表1 開示内容の調査項目一覧

調査カテゴリー		調査項目
構成	構成全般	有価証券報告書のページ数
		【サステナビリティに関する考え方及び取組】のページ数
		目次の構成
サステナビリティ全般	サステナビリティ全般に関する取組や考え方	サステナビリティ全般・ビジョンについて開示があるかどうか
		サステナビリティ全般について、統合報告書など他媒体を参考という記述があるか
	ガバナンス	ガバナンスに関する開示があるか
		サステナビリティ委員会などの設置があるかどうか
		サステナビリティ委員会などの開催頻度
		ガバナンスの組織図の開示があるか
	戦略	戦略に関する開示があるかどうか
		重要課題（マテリアリティ）の数
	リスク管理	リスク管理について開示があるかどうか
		リスクマネジメント体制の開示があるかどうか
		リスクマネジメント委員会などの設置をしているかどうか
		リスク管理について、詳細は事業等のリスクで開示している旨の記載があるかどうか
	指標と目標	指標と目標に関する開示があるかどうか
		指標と目標が図表を用いて開示されているかどうか
		指標と目標の図表に示されているテーマ（重要課題の数）
		開示されている指標の数
		中長期（5年以上）の数値目標の開示があるかどうか
		短期（5年未満）の数値目標の開示があるかどうか
		実績値の開示があるかどうか
		指標と目標の詳細は統合報告書等を参照という旨の開示があるかどうか

気候変動	ガバナンス	ガバナンスに関する開示があるかどうか
		気候変動問題を議論する部門・部署についての開示があるかどうか
		気候変動問題を議論する部門・部署
		サステナビリティ全般に（説明が）組み込まれているという開示の記載があるか
	戦略	戦略に関する開示があるかどうか
		シナリオ分析に関する開示があるかどうか
		2.0℃未満シナリオの開示があるかどうか
		4.0℃シナリオの開示があるかどうか
		リスク・機会についての説明の記載があるか
		サステナビリティ全般に（説明が）組み込まれているという開示の記載があるか
	リスク管理	リスク管理に関する開示があるかどうか
		リスクマネジメント委員会などの設置があるかどうか
		詳細は事業等のリスクで開示の記載があるかどうか
		サステナビリティ全般に（説明が）組み込まれているという開示の記載があるかどうか
	指標と目標	指標と目標に関する開示があるかどうか
		指標と目標が図表で開示があるかどうか
		中長期（5年以上）の数値目標の開示があるかどうか
		短期（5年未満）の数値目標の開示があるかどうか
		GHG・CO_2削減目標数値の開示があるかどうか
		Scope1及びScope2のGHG・CO_2削減目標数値の開示があるかどうか
		Scope3のGHG・CO_2削減目標数値の開示があるかどうか
		別媒体を参照という開示の記載があるかどうか
人的資本		人材育成の方針の開示があるかどうか
		社内環境整備の方針の開示があるかどうか
		社内教育、研修、能力開発体制などに関する開示があるかどうか
		人材確保、配置転換の方針などに関する開示があるかどうか
		ダイバーシティ・インクルージョン（D&I）経営などに関する開示
	指標と目標	指標と目標に関する開示があるかどうか
		指標と目標が図表で開示があるかどうか
		中長期（5年以上）の数値目標の開示があるかどうか
		短期（5年未満）の数値目標の開示があるかどうか
		実績値の開示があるかどうか
		重要業績評価指標の中身

4. 調査結果

4.1 サステナビリティ開示の構成

(1) サステナビリティに関する開示のページ数

図2は、有価証券報告書に新設された「サステナビリティに関する取組」の総ページ数についての集計結果である。サステナビリティに関する総ページ数は、20ページ以上が4社（5.7%）、15ページ以上20ページ未満が9社（4.9%）、10ページ以上15ページ未満が31社（16.8%）、5ページ以上10ページ未満が92社（33.7%）、5ページ未満が48社（26.1%）と10ページ未満の企業が全体の76.1%以上という結果になった。

図2　サステナビリティに関する開示のページ数

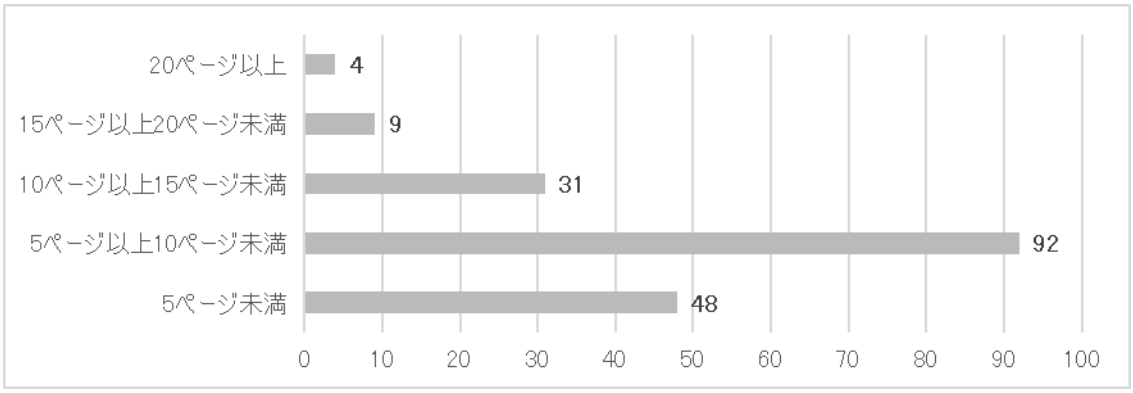
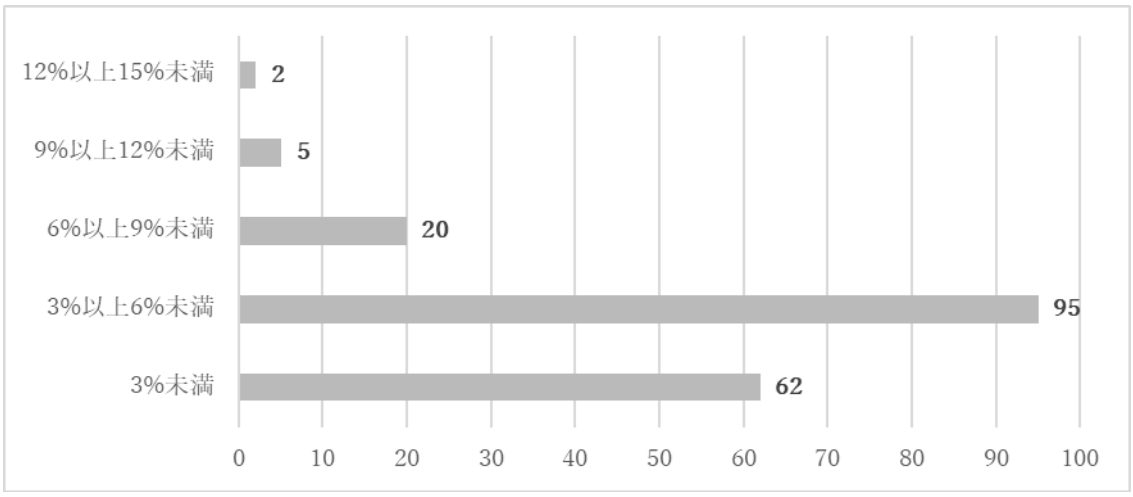


図3は有価証券報告書全体に占めるサステナビリティに関する開示のページ数の割合を示している。有価証券報告書の総ページ数の割合で換算すると、9%未満の企業が177社となっており、全体の96%となっている。全体に占めるサステナビリティに関する開示のページ数の割合は平均4.2%であった。

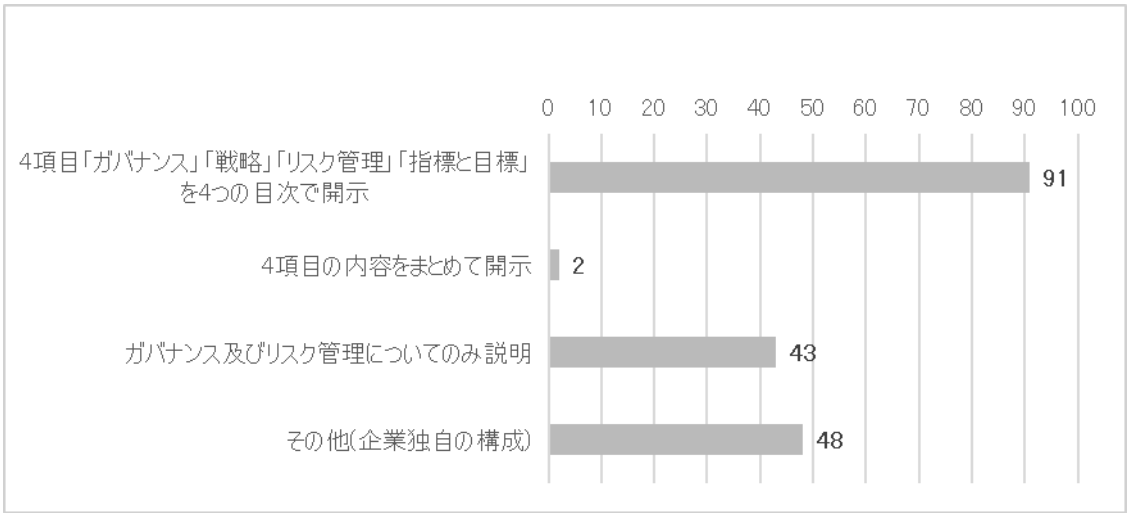
図3　有価証券報告書のページ数におけるサステナビリティに関するページの割合



(2) サステナビリティ全般の目次の構成

図4は、サステナビリティ全般の目次の構成についての集計結果である。サステナビリティ全般の目次の構成は、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の4項目に分けて開示する企業が91社（49.5%）と最も多く、次に「ガバナンス」と「リスク管理」を統合して「ガバナンス及びリスク管理」のみを目次とする企業が43社（23.4%）と多い。「その他」の項目については企業独自の呼び方や目次の組合せで開示している企業を示している。4項目に分けた開示と「ガバナンス及びリスク管理」のみを目次とする企業が多い理由として、内閣府令において「ガバナンス」及び「リスク管理」については必須記載事項とし、「戦略」及び「指標及び目標」については、重要性に応じて記載を求めることが提言されていたことがあげられる。

図4 サステナビリティ全般の目次の構成

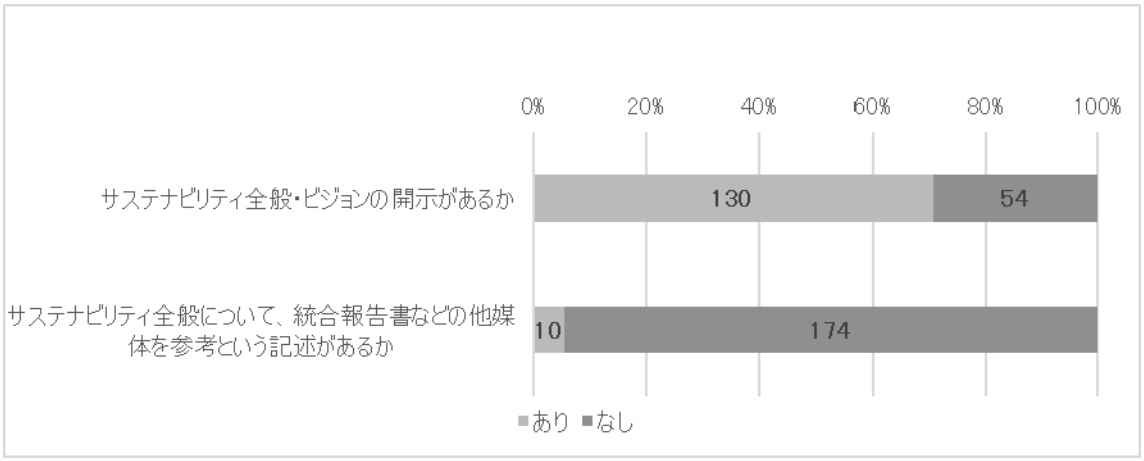


4.2 サステナビリティ全般に関する企業の取組の開示

(1) サステナビリティ全般に対する考え方や取組について

図5はサステナビリティ全般に対する考え方や取組の開示についての集計結果である。サステナビリティ全般に関する考え方や取組の開示について、130社（70.7%）が開示をしており、他媒体での開示は10社（5.4%）と少なく、ほとんどの企業が有価証券報告書で開示をしている。

図5　サステナビリティ全般に関する考え方や取組について



(2) サステナビリティ全般のガバナンスについて

図6はサステナビリティ全般のガバナンスの内容についての集計結果である。サステナビリティ全般のガバナンスの開示については、172社（93.5%）が開示をしており、サステナビリティ委員会などの名称で、サステナビリティ活動の専門組織を設置している企業が162社（88.0%）である。組織図を用いてガバナンス体制を開示している企業が104社（56.5%）となっている。

図6　サステナビリティ全般のガバナンスについて

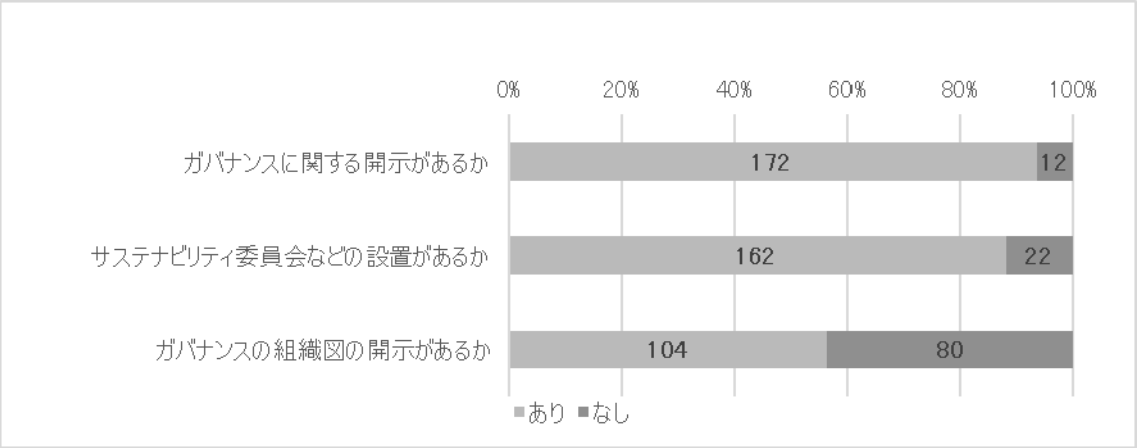
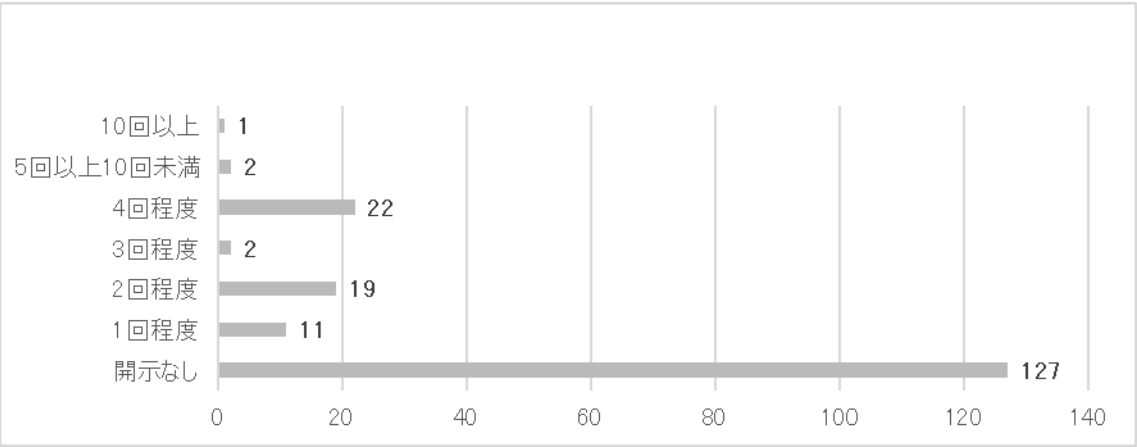


図7はサステナビリティ委員会などの開催頻度についての集計結果である。開催頻度は57社（31.0%）が開示をしており、そのうち4回程度・2回程度の開催頻度がそれぞれ22社（38.6%）、19社（33.3%）と割合が多い。その理由として、決算などの節目が影響していると考えられる。開催頻度が最も多い4回程度と開示している企業では、四半期決算ごとに委員会の開催が行われ、次に多い2回程度と開示している企業では半期決算ごとに委員会の開催が行われているのではないかと推測される。

図7　サステナビリティ委員会などの開催頻度



(3) サステナビリティ全般の戦略について

図8はサステナビリティ全般の戦略についての集計結果である。サステナビリティの戦略の開示については、開示をしている企業が122社で66.3%となっている。

図8　サステナビリティ全般の戦略について

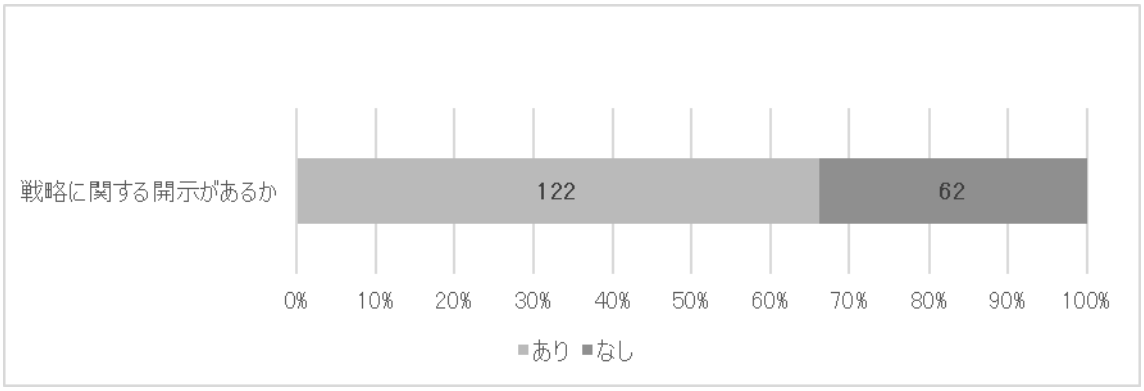
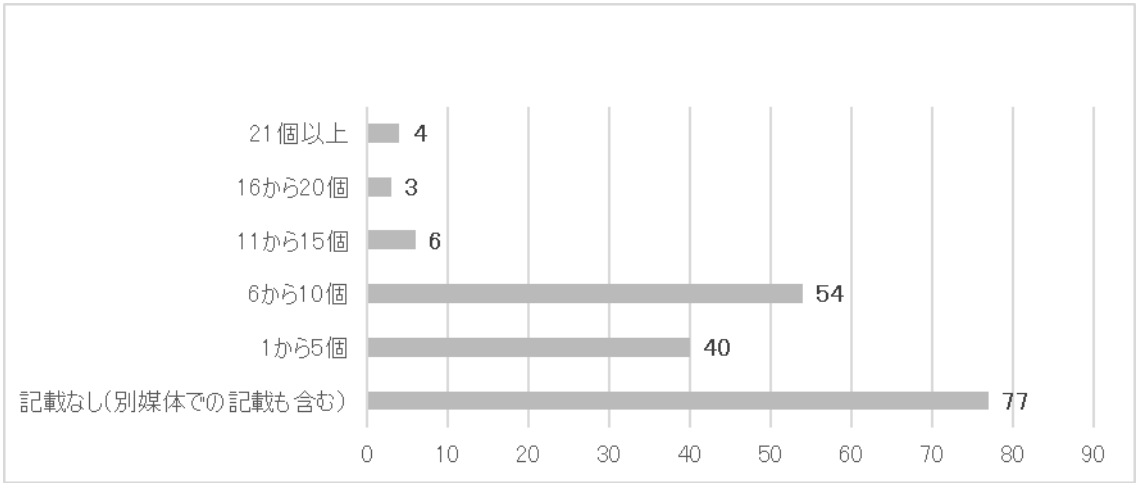


図9は、サステナビリティ全般の戦略についての重要課題（マテリアリティ）の数の集計結果である。課題（マテリアリティ）の数としては、1から10個程度を設けている企業が94社となり、課題（マテリアリティ）の数を開示している企業全体の87.9%であった。

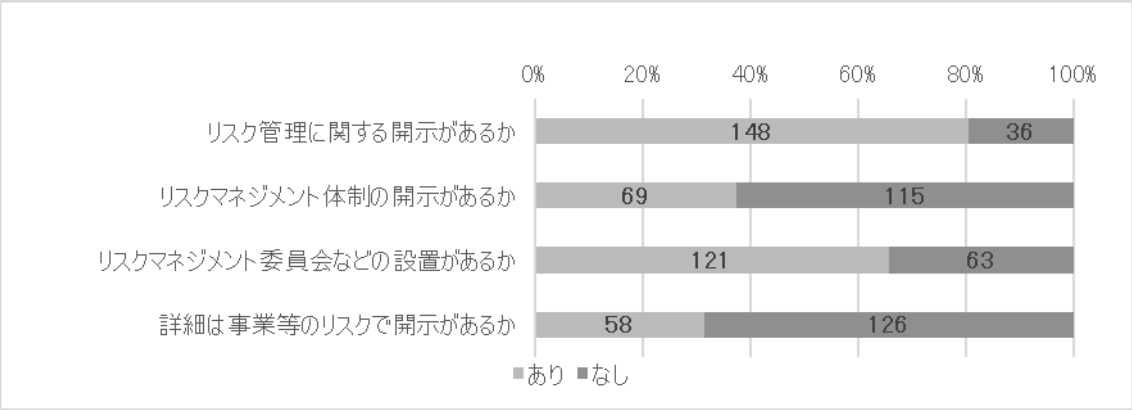
図9　重要課題（マテリアリティ）の数



(4) サステナビリティ全般のリスク管理について

図10は、サステナビリティ全般のリスク管理についての集計結果である。サステナビリティ全般のリスク管理に関する開示については、148社と80.4%の企業が開示している。リスクマネジメント体制に関する開示については、69社と37.5%の企業が開示している。リスクマネジメント委員会などの設置があるかに関する開示については、184社中121社と65.8%の企業が開示している。詳細は事業等のリスクで開示がある企業は、31.5%の企業が開示しており、開示率が低いことから多くの企業が詳細について事業等のリスクでの開示ではなく、サステナビリティ全般のリスク管理で行っていることが分かる。

図10　サステナビリティ全般のリスク管理について



(5) サステナビリティ全般の指標と目標について

図11は、サステナビリティ全般の指標と目標についての集計結果である。サステナビリティ全般の指標と目標の開示社数は、83社（45.1%）と半分以下である。さらに、指標と目標の開示以外の全ての項目でも開示状況が半分以下となっている。また、図4で、91社がサステナビリティ全般の目次の構成として、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の4つの目次で開示しているとなっているが、実際にサステナビリティ全般の指標と目標を開示しているのは83社だけである。したがって、「指標と目標」の項目は設けているものの、実際には数値目標を開示していない企業が多数あることが伺える。その理由として、内閣府令において「指標及び目標」については、重要性に応じて記載を求めることとされており、重要性が乏しいと考えている企業が多いことが要因であると考えられる。

図11　サステナビリティ全般の指標と目標について

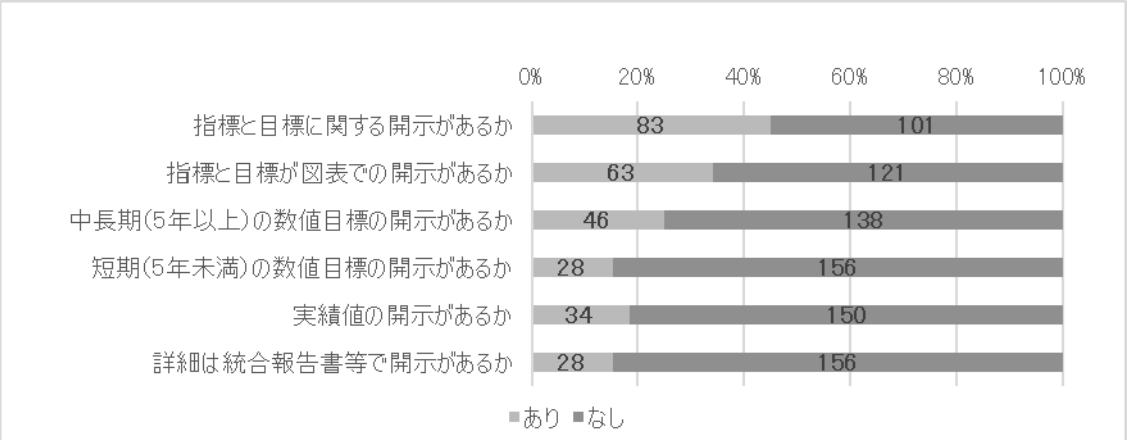


図12は、指標と目標の図表に示されているテーマ（重要課題の数）についての集計結果である。記載している企業のうち、88.7%が10個以下となっている。

図12　指標と目標の図表に示されているテーマ（重要課題の数）について

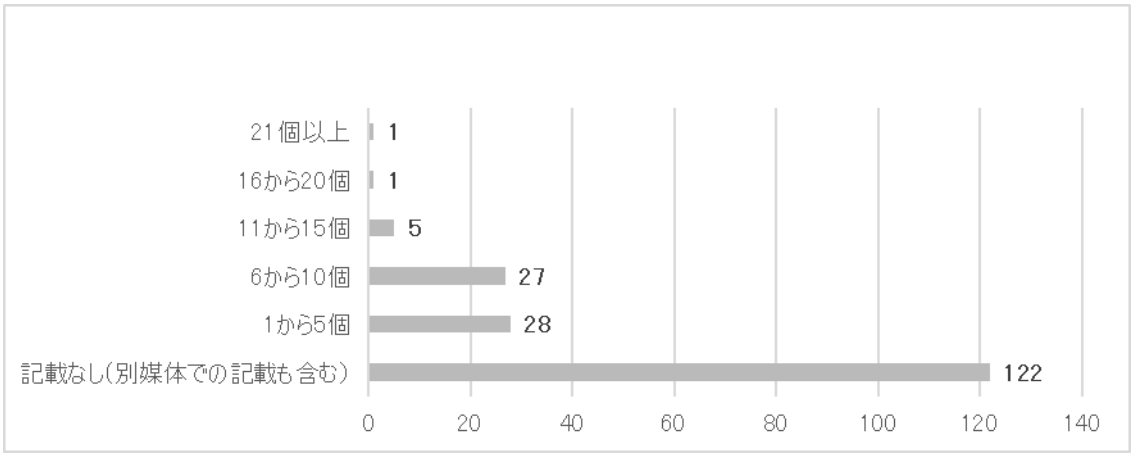
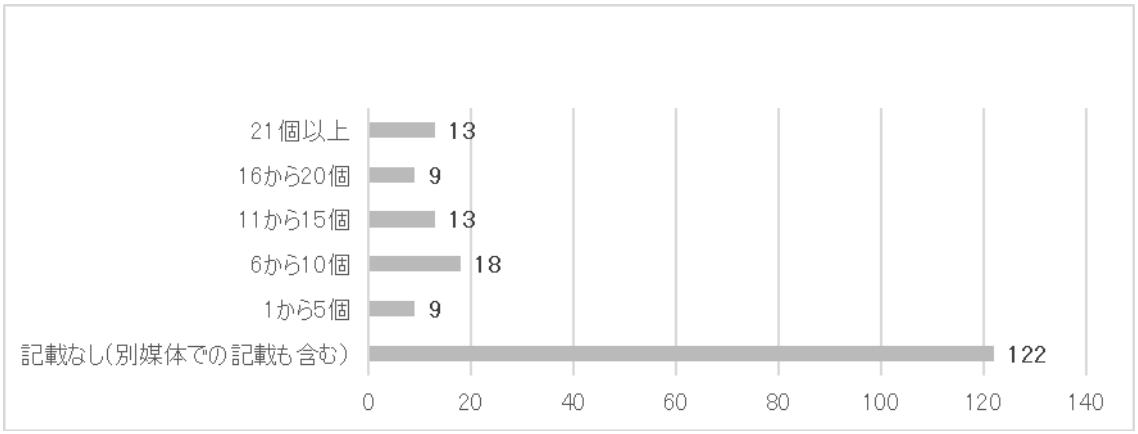


図13は、図表の指標の数についての集計結果である。図表の指標の数については、記載をしている企業の数に明確な偏りは無く、全体的に均一な分布がみられた。

図13　図表の指標の数について



4.3 サステナビリティに関する企業の取組の開示

「気候変動」について

(1) 気候変動のガバナンスについて

図14は、有価証券報告書のサステナビリティに関する開示に記載されている気候変動のガバナンスの集計結果である。ガバナンスに関する開示がある企業は、108社（58.7%）であった。気候変動問題を議論する部門・部署について開示がある企業は、94社（51.1%）であった。さらに、気候変動のガバナンスについて、サステナビリティ全般のガバナンスに説明が組み込まれているという開示がある企業が30社（16.3%）あることから全体としては、75%の企業が気候変動のガバナンスに関する開示をしていることが分かった。

図14　気候変動のガバナンスについての集計結果

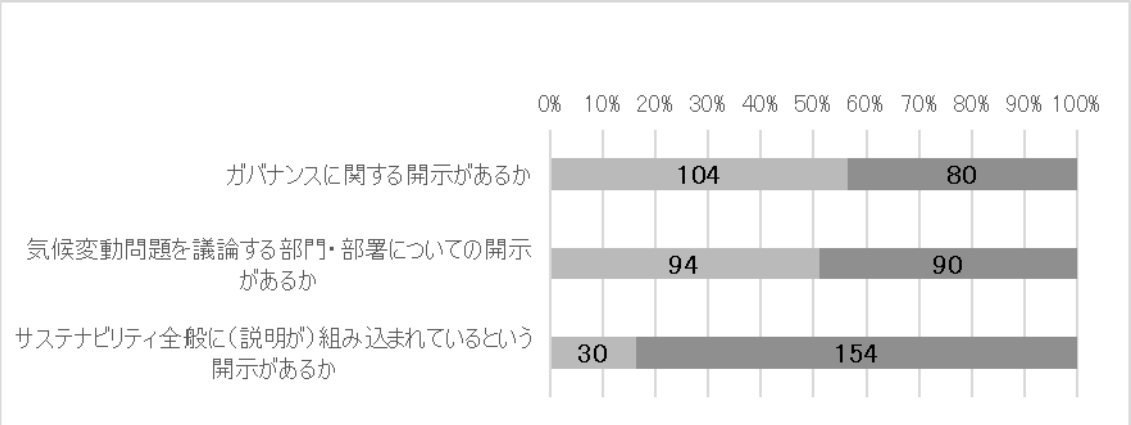
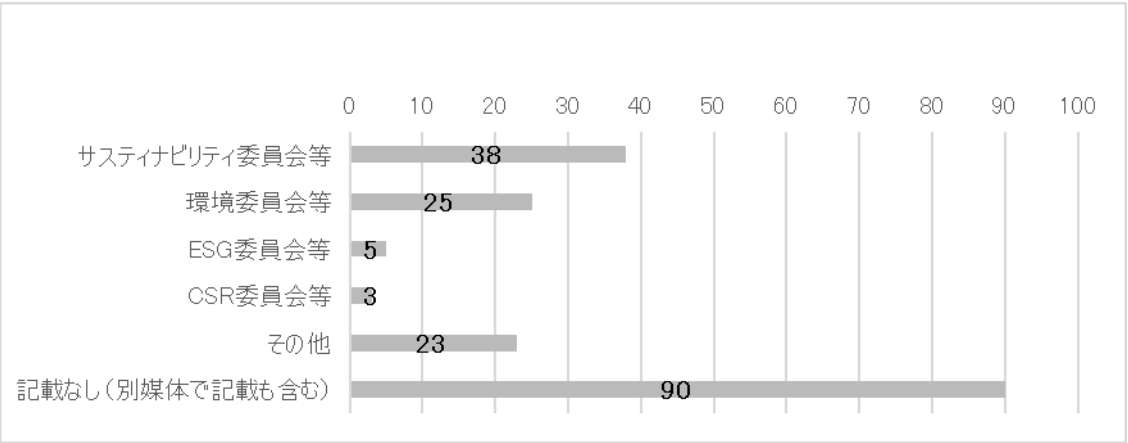


図15は、気候変動問題を議論する部門・部署の名称に関する集計結果である。気候変動問題を議論する部門・部署について開示があるのは94社（51.1%）であった。その内、38社（40.4%）がサステナビリティ委員会等の名称、25社（26.6%）が環境委員会等の名称、5社（5.3%）がEHG委員会等の名称、3社（3.2%）がCSR委員会等の名称、23社（24.5%）がその他であった。

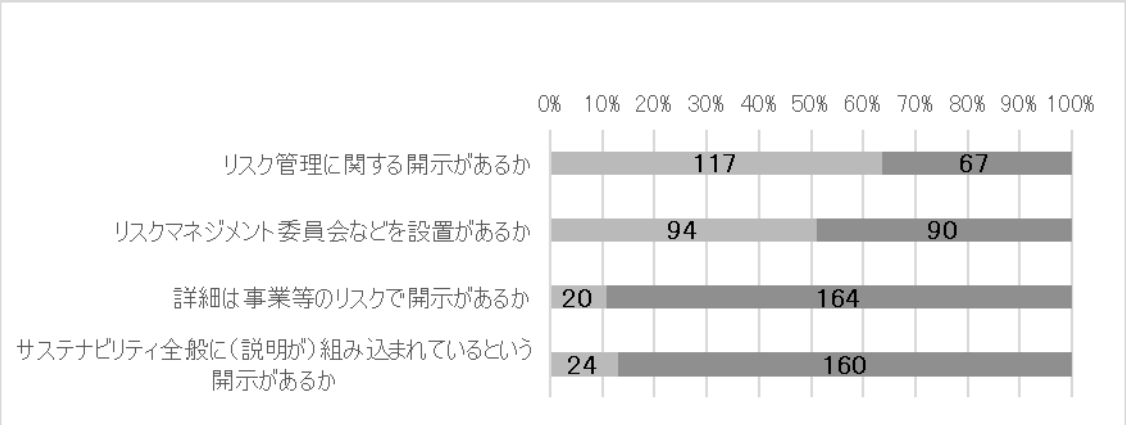
図15　気候変動問題を議論する部門・部署の名称の集計結果



(2) 気候変動のリスク管理について

図16は、有価証券報告書のサステナビリティに関する開示に記載されている気候変動のリスク管理についての集計結果である。リスク管理に関する開示がある企業は、117社（63.6%）であった。さらに、気候変動のリスク管理について、サステナビリティ全般のリスク管理に説明が組み込まれているという開示がある企業が24社（13.0%）あることから全体としては、141社（76.6%）の企業が開示していることが分かった。また、リスクマネジメント委員会などの設置があるかを開示している企業は、94社（51.1%）の企業が開示していることが分かった。そして、詳細は事業等のリスクで開示している企業は、20社と10.9%の開示率であることから、大半の企業が詳細は事業等のリスクを参照させるのではなく、サステナビリティ開示で要請される気候変動のリスク管理の中で開示している。

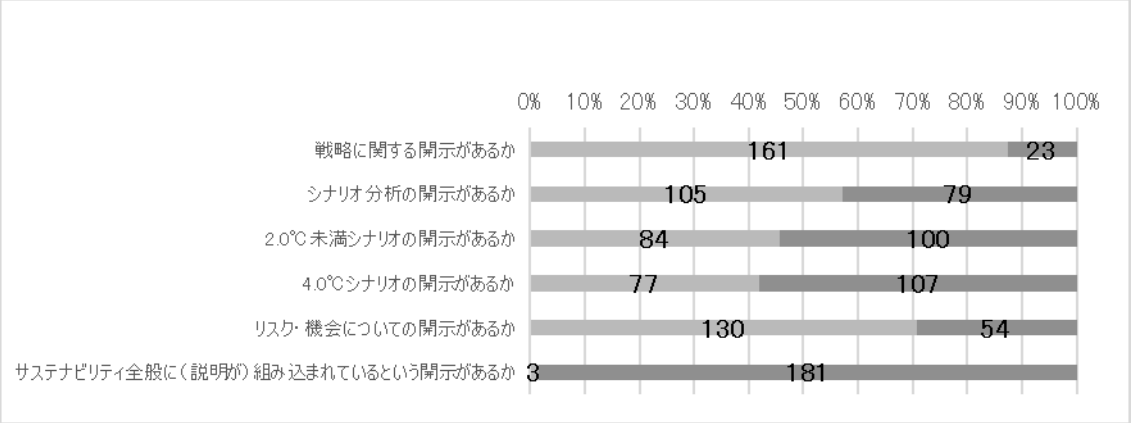
図16 気候変動のリスク管理に関する集計結果



(3) 気候変動の戦略について

図17は、有価証券報告書のサステナビリティに関する開示に記載されている気候変動の戦略について集計結果である。戦略に関する開示があるのは、161社（87.5%）であった。さらに、気候変動の戦略について、サステナビリティ全般の戦略に説明が組み込まれているという開示がある企業が3社（1.6%）あることから全体としては、164社（89.1%）の企業が開示していることが分かった。また、シナリオ分析の開示があるのは、 105社と57.1%の企業が開示していた。2.0℃未満シナリオの開示があるのは、84社（45.7%）、4.0℃シナリオの開示があるのは、77社（41.8%）と共に開示がある企業が半分以下となった。2.0℃未満シナリオ、4.0℃シナリオが共に開示がある企業が半分以下であった理由として、有価証券報告書ではなく、別媒体にて開示している企業が多いことが要因であると考える。開示がなかった企業は、2.0℃未満シナリオ、4.0℃シナリオについて分析を行っているとの記載はあったものの、詳細や内容については別媒体にて開示という記載があるという企業が多かったからである。そして、リスク・機会についての開示があるのは、130社（70.7%）であった。

図17　気候変動の戦略についての集計結果



(4) 気候変動の指標と目標について

図18は、有価証券報告書のサステナビリティに関する開示に記載されている気候変動の指標と目標についての集計結果である。指標と目標に関する開示がある企業は、169社（91.8%）であった。さらに、指標と目標について図表での開示がある企業は、140社（76.1%）であった。GHG・CO_2削減目標数値の開示がある企業は、165社（89.7%）であった。目標数値の期間に関しては、中長期（5年以上）の数値目標の開示があるのは、165社（89.7%）、短期（5年未満）の数値目標の開示があるのは、44社（23.9%）の企業であった。中長期（5年以上）と短期（5年未満）の数値目標の開示割合には大きな差が生じていた。その要因として、2015年にパリで開催した「国連気候変動枠組条約締約国会議（COP）」で合意されたパリ協定

で定められた温室効果ガス削減目標があげられる。パリ協定では2030年度までに温室効果ガスを2013年度比で26%削減という目標が定められた。日本でも2020年10月の菅元内閣総理大臣の所信表明演説において、2050年までにカーボンニュートラルを目指す方針が決定された（資源エネルギー庁, 2021）。2021年4月22日に開催された米国主催の気候サミットでは、2030年度までに温室効果ガスの排出量を2013年度比46%減とする数値目標が定められた（資源エネルギー庁, 2021）。以上のことから、多くの企業が2030年又は2050年を目安として数値目標を設定しているため、短期よりも中長期の数値目標を開示している企業が多いと考えられる。

図18　気候変動の指標と目標に関する集計結果

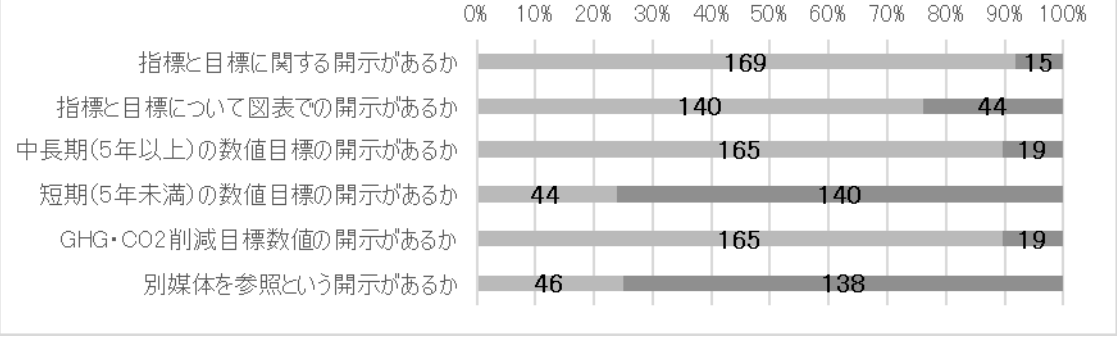
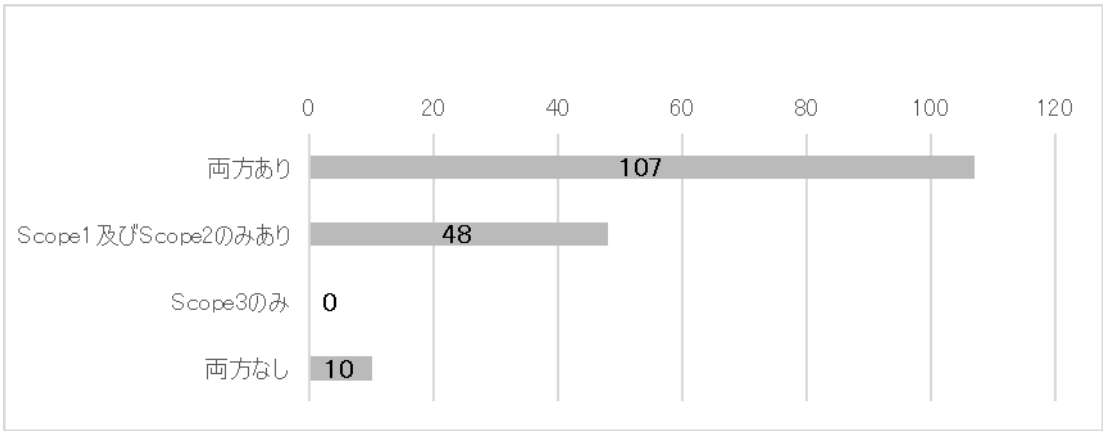


図19 は、「Scope1及びScope2」と「Scope3」のGHG・CO_2削減目標数値の記載があるかについての集計結果である。GHG・CO_2削減目標数値の開示がある165社の内107社（64.8%）が「Scope1及びScope2」と「Scope3」の両方の目標数値があり、48社（29.1%）が「Scope1及びScope2」の目標数値のみの企業である。10社（6.1%）が「Scope1及びScope2」と「Scope3」の両方の目標数値が無い、「Scope3」の目標数値のみの企業は0社（0%）となった。また、「Scope1及びScope2」と「Scope3」の両方あり又は「Scope1及びScope2」の開示社数が多い理由として、2022年6月に公表されたWG報告において提言された有価証券報告書等の記載事項の改正内容に、Scope1・Scope2のGHG排出量についての、積極的な開示が期待されていることが要因であると考える。

サステナビリティ全般の「戦略」と「指標と目標」の開示社数（図8と図11を参照）と比較すると、気候変動の「戦略」と「指標と目標」の開示社数は非常に多い。このような結果となった理由として、内閣府令の改正内容の中で、サステナビリティ全般に関する開示では、「戦略」及び「指標及び目標」については、重要性に応じて記載を求めることと企業に求めたのに対し、サステナビリティ情報の開示における考え方及び望ましい開示に向けた取組の中で、気候変動が重要である場合、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」の枠で開示すべきであると記載されている（金融庁, 2023）。気候変動に関する開示では、「戦略」及び「指標及び目標」の開示が重要度に応じて強制されており、多くの企業が気候変動問題の重要性が高いことが気候変動の開示が多い要因であると考えられる。

図19　「Scope1及びScope2」と「Scope3」のGHG・CO2削減目標数値の集計結果



4.4 サステナビリティに関する企業の取組の開示「人的資本」について

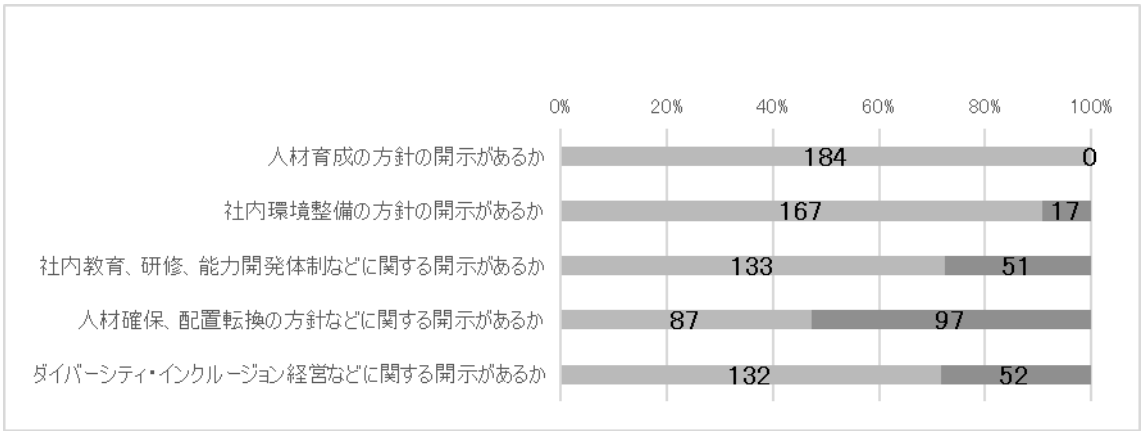
(1) 人的資本について

図20は、有価証券報告書に記載されている人的資本についての集計結果である。人材育成の方針の開示があるのは、184社と全社が開示しており、社内環境整備の方針の開示に関しても167社（90.8%）の企業が開示していることが分かった。人材育成の方針及び社内環境整備の方針を開示している企業が多い理由として、内閣府令の改正に、人材の多様性の確保、人材育成の方針、社内環境整備の方針、当該方針に関する指標の内容等が必須記載事項として開示することが求められたからである[1]。また、社内教育、研修、能力開発体制などは、133社（72.3%）、人材確保、配置転換は、87社（47.3%）の企業が開示していた。人材確保と配置転換などの人事に関連する情報よりも、社内教育・研修・能力開発といった人材開発に関連する情報を企業は開示する傾向にあることが伺える。ダイバーシティ・インクルージョン（以下、D&I）経営などに関する開示があるのは、132社（71.7%）の企業である。D&Iを開示している企業が多い理由として、経済産業省が2017年に公表した「ダイバーシティ2.0行動ガイドライン」[2]が要因としてあげられるであると考えられる。ここでは、投資家に対してダイバーシティの方針・取組を積極的に発信することが要請されており（経済産業省，2017）、その結果、多くの企業がD&Iについて開示をしていると考えられる。

[1] 社内環境整備の方針は記載必須事項であるが、本稿の調査結果によると、90.8%の企業が開示していることが明らかとなっている。その理由として、人材育成の方針に含めて開示している、あるいは社内環境整備と明記せずに開示している企業があり、当該内容の開示を明確に読み取ることができないことがあげられる。

[2] 「ダイバーシティ2.0」は、多様な属性の違いを活かし、個々の人材の能力を最大限引き出すことにより、付加価値を生み出し続ける企業を目指して、全社的かつ継続的に進めていく経営上の取組である（経済産業省，2017）。行動ガイドラインでは、その実践のための具体的な指針が示されている。

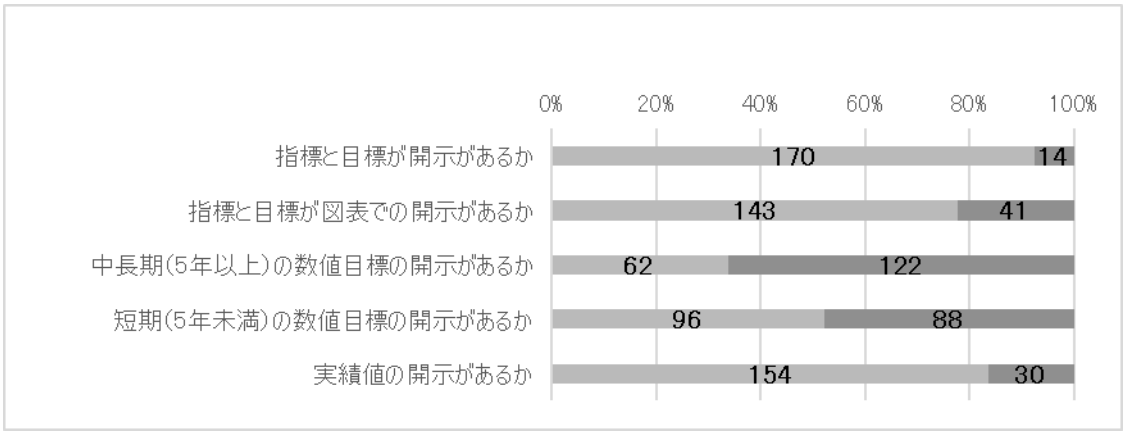
図20　人的資本についての開示の集計結果



(2) 人的資本の指標と目標について

図21は、有価証券報告書に記載されている人的資本の指標と目標についての集計結果である。人的資本の指標と目標の開示があるのは、170社（92.4%）である。さらに、指標と目標を図表を用いて開示しているのが143社（77.7%）である。また、人的資本の指標と目標の開示内容としては、中長期（5年以上）の数値目標の開示があるのが、62社（33.7%）、短期（5年未満）の数値目標の開示があるのが、96社（52.2%）である。実績値は、154社（83.7%）の企業が開示しており、短・中・長期の数値目標の開示より実績値の開示に企業は力を入れていることが分かる。そして、人的資本の指標と目標を開示している企業が9割以上と多い理由として、改正内容である人材の多様性の確保を含む人材育成の方針や社内環境整備の方針及び当該方針に関する指標の内容等について、必須記載事項として、サステナビリティ情報の「記載欄」の「戦略」と「指標及び目標」において記載を求めることが要因であると考える。

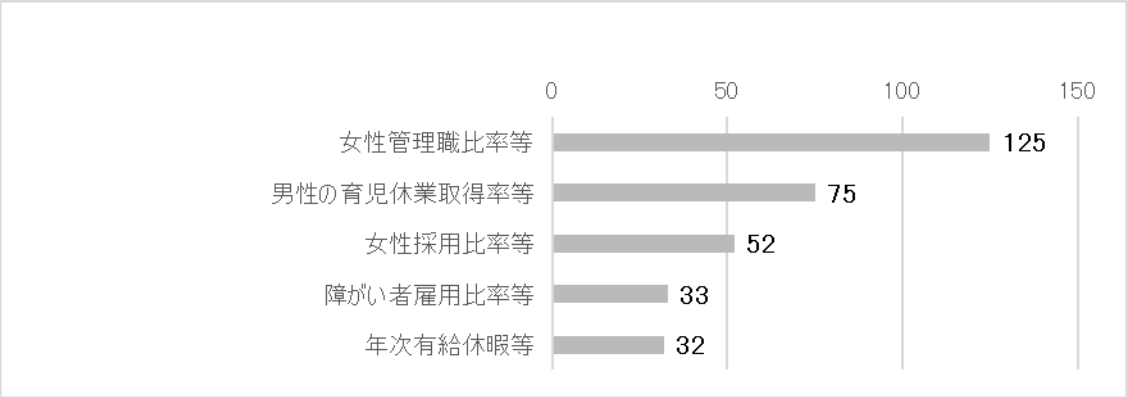
図21　人的資本の指標と目標に関する集計結果



(3) 人的資本の重要業績評価指標の開示内容について

図22は、有価証券報告書に記載されている図表で開示されていた主な重要業績評価指標の中身についての集計結果である。開示されている人的資本の指標の中身として多く見られたのは、女性管理職比率等が125社（67.9%）、男性の育児休業取得率等が75社（40.8%）、女性採用比率等が52社（28.3%））、障がい者雇用比率等が33社（17.9%）、年次有給休暇取得率等が32社（17.4%）である。女性管理職比率等、女性採用比率等、男性の育児休業取得率等の開示が多い理由として、有価証券報告書等の記載事項の改正内容である人的資本、多様性に関する開示に提出会社やその連結子会社が女性活躍推進法等に基づき、女性管理職比率、男性の育児休業取得率及び男女間賃金格差を公表する場合には、公表するこれらの指標について、有価証券報告書等においても記載を求めることとされたことが要因であると考える。

図22　図表で開示されていた主な重要業績評価指標の中身の集計結果



4.5 開示内容の問題点と提言

サステナビリティ情報の開示実態を調査したところ、大きく2つの問題点があることがわかった。

1つ目の問題点は開示の構成についてである。金融庁（2022）と金融庁（2023）によると、サステナビリティ共通に関しては、ガバナンスに関する事項、リスク管理に関する事項を全企業が開示しなければならない。しかしながら、本稿の調査結果によれば、サステナビリティ全般のガバナンスとリスク管理に関する事項について開示がない企業もある。開示なしの企業は、別媒体を参照という記載がある、または、1・2行ほどの記述とほとんど開示がない。さらに、サステナビリティ全般についての記載がなく別項目と混合して開示されており、当該内容の開示を明確に読み取ることができないケースもあった。サステナビリティ全般のガバナンス、リスク管理に関する事項の開示をしている企業においても、気候変動又は人的資本のガバナンス、リスク管理に関する事項と混合して開示している企業が多く見られた。そのため、投資家は、当該内容の開示を明確に読み取ることができない場合があり、情報を理解するのが難しい。したがって、サステナビリティ全般のガバナンスとリスク管理に関する事項を気候変動又は人的資本と混合せず、分けて開示することが望ましいと考える。

2つ目の問題点はサステナビリティ全般の指標と目標の開示である。サステナビリティ全般の指標と目標を開示しているのは83社であり、気候変動及び人的資本に比べると少ない。指標と目標はESG活動の方針と実績を理解する上でも重要な情報であるため、有価証券報告書上での開示を充実させることが望ましいと考えられる。

表2はこれらの問題点を解消するための開示の改善案の全体像を示している。第1にサステナビリティ全般のガバナンスとリスク管理に関する事項は、気候変動又は人的資本と混合せず、分けて開示することが望ましい。理想的には表2のように、サステナビリティ全般、気候変動、人的資本の3つに分類し、ガバナンスとリスク管理は混合せずに分けて開示するのが良いだろう。第2に、サステナビリティ全般の指標と目標の開示を充実させることである。目標値だけでなく、達成度を把握できるように実績値も併せて開示するのが望ましい。第3に、図表を交えながらの開示である。文章だけの記述では明確に読み取ることができない場合があるため、開示内容によっては図表を交えながら開示するとより情報を理解しやすいだろう。

表2 サステナビリティ情報開示の改善案

【サステナビリティに関する考え方及び取組】
1．サステナビリティ全般
［ガバナンス］［戦略］［リスク管理］［指標と目標（開示を充実）］
2．気候変動
［ガバナンス］［戦略］［リスク管理］［指標と目標］
3．人的資本
［ガバナンス］［戦略］［リスク管理］［指標と目標］
※文章だけではなく、図表を交えながら開示しているとより良い。
※下線は改善案を示す。

5. 有価証券報告書と統合報告書のサステナビリティ開示の違い

企業のサステナビリティ開示は、既に統合報告書で実施されている。しかし、内閣府令の改正により有価証券報告書でサステナビリティ開示が新たに実施されることとなった。そこで、統合報告書と有価証券報告書のサステナビリティ開示の違いについて追加調査した。調査方法としては、①有価証券報告書におけるサステナビリティ開示のページ数÷有価証券報告書のページ数の値で調査企業184社を数値が高い順にならべ、上位5社、中位5社、下位5社を抽出する。②有価証券報告書と統合報告書のサステナビリティ開示の内容を比較するという方法をとった。

表3は有価証券報告書と統合報告書のサステナビリティ開示の差について調査した結果をまとめている。有価証券報告書のページ数におけるサステナビリティ情報のページ数の割合の上位5社は、明治ホールディングス（14.2%）、双日（12.0%）、丸井グループ（11.7%）、トクヤマ（11.5%）、セイコーエプソン（11.2%）である（括弧内の数字はページ数の割合を示す）。中位5社は、東武鉄道（3.9%）、旭化成（3.9%）、東京海上ホールディングス（3.9%）、大和ハウス工業（3.8%）、アステラス製薬（3.8%）である。下位5社は、大阪ガス（1.3%）、ソフトバンクグループ（1.5%）、第一生命ホールディングス（1.6%）、デンカ（1.6%）、武田薬品工業（1.6%）である。

表3　有価証券報告書と統合報告書のサステナビリティ開示の差

	企業名	ページ割合	有価証券報告書と統合報告書の差
上位	明治ホールディングス	14.2%	統合報告書は48ページ。「気候変動」と「人的資本」は有価証券報告書の記載内容とほぼ同一。「サステナビリティ全般」は、有価証券報告書よりも統合報告書の方が指標と目標について簡易的に記載。
	双日	12.0%	統合報告書は62ページ。有価証券報告書の内容は統合報告書でも記載。有価証券報告書で使われている図表も統合報告書のサステナビリティ記載欄で同じものが使用されている。
	丸井グループ	11.7%	統合報告書は63ページ。統合報告書ではほとんどサステナビリティ情報がほとんど記載されていない。統合報告書には、あるテーマに関するゲストとの対談した内容が記載。有価証券報告書の方がサステナビリティ情報は充実。
	トクヤマ	11.5%	統合報告書は56ページ「サステナビリティ全般」と「気候変動」は有価証券報告書の記載内容とほぼ同一。「人的資本」はKPIの記載は見られたが、人材育成方針や社内環境整備などについての記載は統合報告書にはみられない。
	セイコーエプソン	11.2%	統合報告書は82ページ。他社と比較し、統合報告書のページ数が多く開示内容が充実していた。サステナビリティ情報については有価証券報告書の記載内容とほぼ同一。

中位	東武鉄道	3.9%	統合報告書は47ページ。有価証券報告書の内容は統合報告書に記載されている。
	旭化成	3.9%	統合報告書は88ページ。有価証券報告書には「サステナビリティ全般」に関する開示が見られたが、統合報告書にはみられない。「人的資本」の指標や目標の開示は有価証券報告書よりも統合報告書が充実。
	東京海上ホールディングス	3.9%	統合報告書は109ページ。統合報告書でサステナビリティ経営についての目次があり、全体的に充実した内容が記載されている。特に「人的資本」の中で、ダイバーシティ＆インクルージョンに関する内容の記載量が多い。
	大和ハウス工業	3.8%	統合報告書は121ページ。統合報告書は有価証券報告書よりも図表を交えながら詳しく情報が開示されている。
	アステラス製薬	3.8%	統合報告書は91ページ。統合報告書は有価証券報告書よりも図表を交えながら詳しく情報が開示されている。
下位	武田薬品工業	1.6%	統合報告書は74ページ。統合報告書ではマテリアリティと気候変動について図表を交えながら詳しく開示。
	デンカ	1.6%	統合報告書は58ページ。統合報告書では、ESG基本方針について図表を交えながら詳しく開示されている。有価証券報告書では気候変動対応についての開示はないが、統合報告書では詳細に開示がある。また、人的資本の取組（実績値等）について図表を交えながら詳しく開示。
	第一生命ホールディングス	1.6%	統合報告書は164ページ。統合報告書では、マテリアリティと気候変動について図表を交えながら詳しく開示。
	ソフトバンクグループ	1.5%	統合報告書のページ数は119ページ。ソフトバンクグループの有価証券報告書では、「詳細はWEBページ参照」と記載が多く、ほとんどの開示が省略されていが、その内容は統合報告書で詳しく開示。
	大阪ガス	1.3%	統合報告書のページ数は84ページ。統合報告書では、企業理念について、詳細に開示。マテリアリティと気候変動ついて図表を交えながら詳しく開示。

表4は有価証券報告書と統合報告書で開示されるサステナビリティ開示の違いについて、上位、中位、下位についてそれぞれまとめたものである。上位及び中位の企業群では、有価証券報告書と統合報告書の開示内容にほとんど差は見られなかった。また、統合報告書で詳細に開示されているサステナビリティ開示について、有価証券報告書では、統合報告書と同様の開示、又は統合報告書の開示内容を要約して開示されていると考えられる。下位の企業群では、有価証券報告書ではサステナビリティ開示の内容が薄いが、統合報告書で詳細に記載されている。調査対象企業は少ないものの、有価証券報告書で開示されるサステナビリティ開示は既に統合報告書で開示されていた内容が要約されたものであると結論付けられる。

表4　有価証券報告書と統合報告書の開示内容の差

サステナビリティ開示のページ数	有価証券報告書と統合報告書の開示内容の差
上位	ほとんど有価証券報告書と統合報告書の開示内容の差は見られなかった。
中位	ほとんど有価証券報告書と統合報告書の開示内容の差は見られなかった。
下位	統合報告書で詳細に開示されているため、有価証券報告書では開示内容が薄い、又は開示内容が省略されていた。

6. おわりに

本稿は、日経225採用銘柄のうち2023年3月期決算企業184社を対象とし、有価証券報告書に記載されているサステナビリティ開示について調査を行った。本稿の発見事項から、有価証券報告書の開示実務について次のような提言を導くことができる。第1にサステナビリティ全般のガバナンスとリスク管理に関する事項は、気候変動又は人的資本と混合せず、分けて開示することが望ましい。第2に、サステナビリティ全般の指標と目標の開示を充実させることである。第3に、図表を交えながらの開示である。

本稿にはいくつかの課題もある。今回の調査では、調査対象を日経225採用銘柄のうちの2023年3月期決算企業184社、統合報告書との比較調査では15社と限定している。有価証券報告書を開示している企業全てを調査していないため、分析結果の解釈には注意が必要である。今後は調査対象を拡張する必要があるだろう。また、統合報告書を開示していない企業が、内閣府令の改正に伴ってサステナビリティ情報を新たに開示したのかは定かではない。以上の点は本稿の限界であるものの、有価証券報告書の新しい開示実態について明らかにし、その問題を提示した点で本稿は意義のあるものだと思われる。

参考文献

青木崇. 2019.「企業価値経営に向けた日本企業のSDGsへの取り組みと今後の課題」『商大論集』第70巻第2・3号, pp.147-162.

上利悟史・河西和佳子・森岡聖貴. 2023. 「企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正（サステナビリティ開示の導入等）」『企業会計』75(5): 634-643.

今堀元皓. 2023.「サステナビリティ情報開示義務化で、日本企業が見直すべき「気候変動」への傾斜ぶり」Diamond online, https://diamond.jp/articles/-/329106（参照2023-10-16）.

小川昌俊. 2023.「2023 年度 3 月決算企業の人的資本開示に関する実態調査「人的資本の開示媒体」「有価証券報告書での開示」の動向」三菱UFJリサーチコンサルティングレポート. https://www.murc.jp/library/report/cr_230823/（参照 202310-16）.

加賀谷哲之. 2023.「サステナビリティ開示の拡充とその影響」『月刊資本市場』No.450, pp.4-14.

金融庁. 2022.「記述情報の開示の好事例集2022」https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20230131/00.html,（参照 2023-10-16）.

金融庁. 2023.「サステナビリティ情報の記載欄の新設等の改正について（解説資料）」https://www.fsa.go.jp/policy/kaiji/sustainability-kaiji.html,（参照2023-10-16）.

経済産業省. 2017.「ダイバーシティ 2.0 行動ガイドライン」https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20180608001_3.pdf,（参照 2023-10-16）.

KPMGサステナブルバリューサービス・ジャパン. 2023.「有価証券報告書　サステナビリティ情報開示に関する調査2023」 https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2023/09/sustainability-disclosure.html（参照2023-10-16）

資源エネルギー庁. 2021.「令和2年度エネルギーに関する年次報告（エネルギー白書2021）」https://www.enecho.meti.go.jp/about/whitepaper/2021/ （参照2023-10-16）

第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ チャレンジ賞（特例）

「企業のIRをより効率的にし、個性を際立たせるための提言」

*特例の賞につき、要旨のみを掲載します

脇 一永(関西医科大学　医学部1年)
三浦 雅郁(関西医科大学　医学部6年)

現在本邦において、労働者の福利厚生に関する問題は深刻になっている。電通における過労死問題や、ビッグモーターにおけるノルマの強制、法を無視した恐喝などの事案の発生を鑑みるに、社員に対する人権問題を未然に防ぐことの重要性は日増しに高まってきていると言えよう。

そこで、著者たちは企業のIR情報による企業の福祉活動に注目し、実際に大和インベスター・リレーションズの「インターネットIR表彰」の2021年版と2022年版から11社の企業を選び分析した。

そして、最優秀賞を複数年・複数分野にまたがって取得するような企業であってもIRに改善すべき瑕疵があること、そしてIRの書式は全く統一されておらず混乱しているという事実を発見した。

そこで、筆者たちはIRの書式にガイドラインを設けること、企業間でのIR活動の比較研究を促進することを提言する。

このことはIRの書式に一定の共通項を与え、逆に企業ごとの差異や個性を際立たせ、投資家や求職者が企業を比較検討する過程をより効率的で有意義なものとすることと思われる。

第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 優秀賞

「日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言」

一橋大学商学部円谷ゼミナール3年Bチーム
佐藤 愛斗、井出上 拓矢、伊東 十萌、
金 娜延、横地 遥

第1節　はじめに

本稿の目的は、日本企業における男女比の全体像を明らかにし財務パフォーマンスとの比較を行うことで、日本企業が抱えるジェンダーの多様性の問題を指摘し改善策を提案することである。

調査の結果、大きく分けて3つのことが分かった。1つ目は、日本企業の実態として管理職の女性比率が著しく低いことである。これは先行研究の指摘にあった通りだが、今回の調査でも同様の結果が得られた。2つ目は、女性管理職が増えない原因は出産や育児といった個人的なライフイベントによって就業継続が困難になること以外に、企業内部において女性が管理職に登用されない、あるいは女性が管理職になることを望まない環境がある可能性があることである。最後に、企業内のジェンダー多様性と企業パフォーマンスとの関係性を調査した結果、企業全体の女性比率が業績に直接影響を与える事実は認められなかったものの、経営トップの女性比率と市場からの評価には正の相関があるであろうことが判明した。特に2つ目の結果に関しては我々独自の発見ではないかと考えている。

調査結果を受けて、日本企業における男女比の改善を促していくための提案を行う。具体的には、日本企業における女性管理職の開示について、その比率だけでなく人数も明示することや、「男女比に関する自社分析」を加えて充実化させることを提案する。また、女性の社外取締役の登用に関連して、選任された社外取締役の登用理由や期待される能力、スキルを明文化することを提案する。

筆者がこのテーマを選んだ理由として、近年の人的資本や多様性への関心の高まりと、その実態に対する疑問が挙げられる。現在日本では政府主導で、企業に対して人的資本を含む非財務情報の開示や取り組みを積極的に求める動きが進んでいる。実際に、2022年6月に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」において「コーポレートガバナンスに関する開示」などの整備普及の提言が行われ、2023年1月には「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正された。それに伴い、2023年3月期決算企業の有価証券報告書から、人的資本に関連して女性管理職比率などの開示が新たに義務化された。

2030年までに東証プライム上場企業の女性役員比率30%以上を目標とする政府の指針も発表されたように、日本企業では海外諸国に比べ女性の活躍が進んでいないことが問題視されている。実際、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」（2023年6月）によると、日本の就業者の45%が女性であるのに対し、管理職の女性比率は12.9%にとどまる。そこで、日本企業の現実として社員の職階が上がるにつれて女性比率がどのように変化していくのかを、2023年3月より開示が始まった女性管理職比率を足がかりに調査を始めたのが本稿である。

ここから本稿の構成について説明していく。まず第2節では、2023年8月時点におけるTOPIX1000の構成企業を対象に行なった、企業における男女比の全体像を明らかにするための調査について、調査に必要な指標を全て揃えた有効なサンプルの抽出を行う。

続く第3節、第4節では、女性管理職比率をはじめとした対象企業における職階ごとの女性登用率の調査結果を述べ、企業の男女比の全体像を明らかにする。ここで、企業のありうべき男女の構成

比を我々独自に算出し、実際の値と比較している。筆者がありうべき構成比としたのは入社した社員、管理職の社員、経営トップ層の男女比に大きな隔たりがないものである。しかしながら、多くの日本企業では職階が上がるごとに女性比率が減少し、経営トップの取締役においては社外から女性を起用することで女性比率が上昇するといった、いびつな構造が見受けられた。特に大幅な減少が見られる女性管理職比率から、女性の活躍が進まない日本企業の構造実態を指摘する。

この結果を受け、第5節では前節の調査対象企業における男女比の全体像を4類型に分類し、類型ごとの企業パフォーマンスを調べた。第6節では調査を通して明らかになった問題点を指摘するとともに今後の改善提案を行う。そして最後に本稿の調査における研究の限界について言及する。

第2節　調査方法とサンプルの抽出

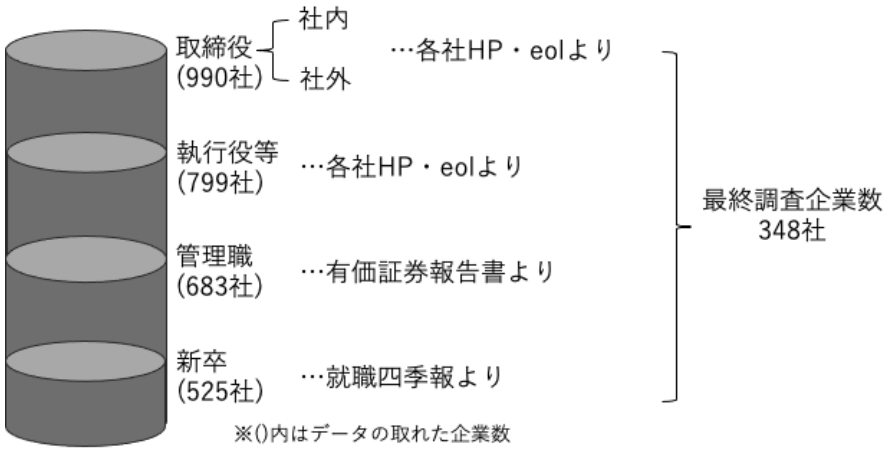
本節では調査に必要な情報とその集め方、および調査に用いるサンプルの抽出過程について説明する。本稿では各職階における女性比率の推移を図示することで日本企業における女性登用の実態を明らかにするとともに、その差異による収益性および市場評価の違いについて記述する。本調査における対象企業は2023年8月時点におけるTOPIX1000の構成企業とした。本来であれば実態を明らかにするために新入社員（以下、「新卒」という。）から取締役までの全ての職階における男女比を調査したいが、データ入手の制限があるため、今回の調査では以下の4つの職階に絞って調査を行った。対象とした職階は①新卒、②管理職、③執行役等、④取締役である。なお、本稿では簡便のため指名委員会等設置会社における「執行役」および企業が任意で設置している「執行役員」を包括して「執行役等」と表記する。

本調査では、新卒女性に対してどの程度の割合の女性が管理職になれるのか、また次世代の取締役を担うことが期待されている執行役等の中に女性はいるのかという点に着目した。そのため、有価証券報告書での開示が義務付けられている取締役と管理職における女性比率に加えて、新卒と執行役等における女性比率も別のソースを用いて手作業で調査した。

具体的な収集方法に関して、①新卒の男女比は「2024年度版就職四季報」から2021年度より3年分の数値を抜粋した。続いて、②管理職の女性比率は、各社の有価証券報告書における『従業員の状況』の項目を参考に手作業で収集した。なお、有価証券報告書はeol から入手した。一部企業に関しては、省略または決算期の月の都合により情報を集められなかった。

③執行役等、④取締役の男女比は各社のホームページないしeol を利用し、個人の名前と顔写真とを照らし合わせるなどして性別の判別をした。判別ができない場合は、会社の問い合わせフォームに連絡して確認をとったほか、それでも判別ができない役員は除外して男女比率を算出した。また、取締役に関しては社内者と社外者も区別して集計した。収集方法と各指標に関してデータを得られた企業数をまとめたものが図表1である。なお、対象企業は2023年8月時点におけるTOPIX1000の構成企業である。

図表1　調査サンプルの概要



出所：筆者作成

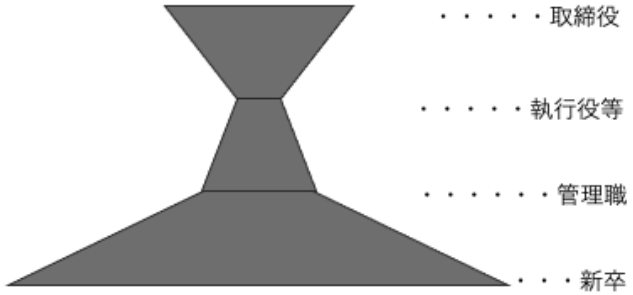
TOPIX1000の構成企業うち、データが入手できたのはそれぞれ、①新卒525社、②管理職683社、③執行役等799社、④取締役990社であった。①新卒の男女比は開示が任意であるため、新卒男女比の情報を載せていなかった465社を除いた525社のデータが使用可能となった。また、その中には2022年度の情報のみしかない企業も含まれているが、大きな差はないものとしてそのまま用いた。

新卒における男女比の情報が取得できる525社の中で②管理職に占める女性労働者の割合が記載された企業は401社であり、124社の情報は得られなかった。また、日本において執行役員制度は指名委員会等設置会社を除いて任意のものであり、全ての企業に設置されているわけではない。その結果、執行役等の男女比率が集計できたのは前述の401社のうち348社であった。④取締役の情報は以前より開示が義務付けられておりすべての企業から得られたため、結果として新卒、管理職、執行役等および取締役の女性比率が全て得られた企業の数は348社であった。したがって、本研究の調査はこの348社を対象に行うものとする。

第3節　各職階における女性比率の調査

本節では第2節で抽出したサンプルに対して行った、新卒・管理職・執行役等・取締役の各職階における女性比率の調査結果を報告する。第一の調査として、今回の調査対象348社の職階ごとの女性比率の平均値を求め、日本企業全体の傾向について明らかにした。職階ごとに女性の占める割合を横軸の長さで表した模式図と、その基となるデータをまとめたものが図表2である。

図表２　職階ごとの平均女性比率（348社）



職階	新卒	管理職	執行役等	取締役（社内）
平均女性割合	34.8%	7.9%	4.6%	15.6%(1.8%)

出所：筆者作成

図表2から分かるように、新卒から管理職にかけて女性比率は大幅に減少し、執行役等でもその比率は減少する一方、取締役にかけて大きく上昇する傾向が見られた。女性が結婚や出産といったライフイベントによって退職せず、同一企業にて長期的に働いているのであれば新卒から取締役にかけて女性比率は一定のまま推移するはずである。しかし、現状は新卒から管理職にかけて4分の1以下になり、執行役等はさらにその半数、そこから取締役になると3倍以上に跳ね上がるといういびつな推移となった。

この形が自然な推移ではないことは明らかな一方で、女性特有の離職要因として結婚や出産といったライフイベントによる離職率は考慮する必要がある。そこで、ライフイベントが要因の離職を除いたありうべき管理職の女性比率を我々独自で算出した。

第4節　ありうべき女性比率の独自推計

厚生労働省「令和賃金構造基本統計調査の概況」（2021年3月）によると、日本における女性管理職の平均年齢は45.7～52.2才である。すなわち、結婚と出産を経験する女性のうちの大半[1]は管理職になるまでに当該のライフイベントを終えると想定して差し支えないだろう。

まず結婚については、日本人女性の生涯未婚率がおよそ2割[2]であることから、40代後半の管理職を迎える年齢における未婚率も2割とし、それ以外の8割が既婚者であると仮定した。出産についても同様に、配偶者のいる女性の出産率がおよそ8割であること[3]から、その値をそのまま40代後半における出産率として用いて、子持ちの女性を既婚女性の8割と仮定した。

また、内閣府男女共同参画局「共同参画令和元年5月号」（2019年5月）によると第一子を出産した女性の約半数が離職するという。ここまでの論点を踏まえ、結婚率と出産率、それに伴う離職率の数値を用いて新卒-管理職間のライフイベントによる離職を考慮した変化率を以下のように算出した。

まず、結婚をした後に第一子を出産し、離職する女性の割合を求める。（簡略化のため、各数値は四捨五入して用いた）

（1-【生涯未婚率】）*【有配偶出生率】*【出産を機に離職する割合】
=（1-0.2）*0.8*0.5
≒33%

計算の結果、新卒で入社した女性のおおよそ3人に1人が、管理職になる年齢である40代後半までにライフイベントが原因で離職をするというのが現状での実態である。したがって、平均的に女性の1/3は40代後半までに結婚・出産を機に会社を辞めているという予測を立てることができた。

次に、新卒入社の学生の女性比率は企業によって異なるため、各社の新卒女性の割合を$x(0<x<1)$とおいたとき、1/3の女性が40代後半までに離職をした場合のありうべき管理職の女性比率を推計する。

【退職しなかった新卒女性（割合）】÷
（【新卒全体（割合）】-【退職した新卒女性（割合）】）
$=(2x/3)/\{1-(x/3)\}$
$=2x/(3-x)$

[1] 総務省(2021)「令和2年国勢調査」によると、45歳以降の女性がその後5年以内で結婚する割合は6.26%（再婚も含む）であり、出産に関しても厚生労働省(2019)「平成30年（2018）人口動態統計月報年計（概数）の概況」内『結果の概況』によると、2018年に出産した母親のうち、40歳以上の母親は5.8%、そのうち30-40%が初産である。したがって、40代後半に初産を経験する女性の割合は2%前後となるため計算には考慮しないものとする。

[2] 総務省(2021)「令和２年国勢調査」によると、45～49歳の未婚率と50～54歳の未婚率の平均値である生涯未婚率は17.8%であった。

[3] 厚生労働省(2021)「令和３年度『出生に関する統計』の概況」よると、有配偶出生率は79.5%であった。

上記のモデルから、ある企業の新卒女性比率をxとおいたとき、管理職が2x/(3-x)程度である場合はありうべき女性比率を維持できているといえる。例えば、新卒で入社した社員のうち5割が女性である企業の場合、xに0.5を代入して算出される40%が管理職における女性比率のありうべき姿となり、それより低ければ何らかの理由により男女比に偏りが生じていると考えられる。

この指標と対象企業の新卒女性比率の平均を基に管理職における女性の期待比率を算出すると、26.2%となった。しかしながら、図表2で示したように対象企業における平均値は7.9%であり、18.3%もの開きが見られた。つまり、ライフイベントによる離職を考慮した上でも期待値と実態との間には大きな乖離が生じているということである。このことから、女性は男性に比べて管理職として登用されにくく、昇進しにくい風土が日本企業の中で定着しているであろうことが分かった。

その一方で、人事部門が女性管理職の登用に積極的であったとしても、労働環境の面で女性が「管理職にならない」ことを選択している現状も考えられる。労働政策研究・研修機構「管理職ヒアリング調査 -管理職の働き方と職場マネジメント-」（2022年3月）によると、管理職になると残業時間が増えたり、就業時間外でも電話対応が求められたりするなど、仕事に費やす時間がそれまでに比べて長くなる傾向にある。そうなると、家事や育児が女性中心で行われている現在の日本では家庭との両立が厳しいといった可能性も考えられる。

また、「日経ビジネス」（2023年10月9日）のインタビュー記事において、とある管理職の女性は女性登用について以下のように述べている。

> うちは女性登用を進めているが、空回りしている。最近、同僚の女性が部長になったが、他部と比べて規模が小さかった。また女性は現場の部門ではなく、人事などバックオフィスの部長に登用されることが多い。経営陣の演出的なやり方に未熟さを感じる。

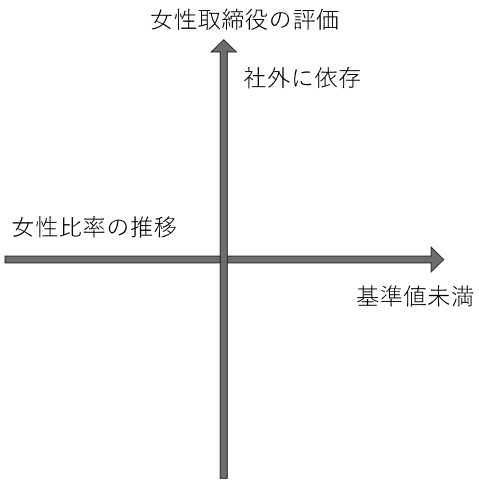
彼女が指摘するように、女性管理職の実態として本業のサポート業務を担う部署や、男性管理職と異なる規模のチームの責任者になるケースがあることが伺える。

日本企業全体として先に述べたようないびつな男女比構造がある一方で、調査を進めていくといびつな中でも企業ごとにその程度に差があることが分かった。そこで、次節では各企業における男女比の全体像を大きく4つに分類するとともに、それぞれにおける業績平均を算出・比較していくことで男女比の構造とその業績との関係について考察していく。

第5節　女性登用と企業パフォーマンスの調査

本節では図表3にあるように筆者が独自に設けた女性比率の推移、女性取締役の評価の2軸で調査対象348社を4類型に分類する。女性比率の推移については我々の定めた基準値を満たしているか、女性取締役の評価については社外への依存度が高いかどうかを評価軸とした。また、収益性の指標としてROA・ROE・ROSを、株式の指標としてPBRを類型ごとにまとめ、男女比の構造が業績に与える影響および各類型に対する市場からの評価を比較していく。

図表3　我々の定めた評価軸の概略図



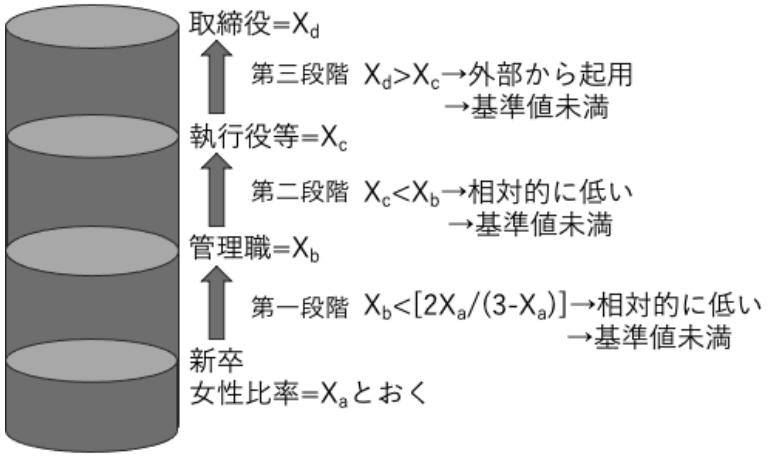
出所：筆者作成

（1）2軸による分類方法について

（1.1）横軸の分類基準：女性比率の推移

先ほど述べた女性比率の推移と女性取締役についての2軸の基準について詳しく説明していく。1つ目の軸となる横軸は、職階が上がるにつれて女性比率が自然な推移をしているか否かを扱う。新卒-管理職間を第一段階、管理職-執行役等間を第二段階、執行役等-取締役間を第三段階と設定し、それぞれの企業は全ての段階において女性比率の推移が筆者の定めた基準値を満たしていなければ軸の右側にプロットされ、1つでも基準値を満たした推移が見られれば軸の左側にプロットされる。ここではいびつな男女比を持つ企業を抽出することが目的であるため、このような軸の設定を行った。図表4は、各段階における判断基準についての模式図である。

図表4　横軸における基準設定



出所：筆者作成

（1.1.1）管理職にかけての推移

第一段階では新卒-管理職間の女性比率を比較する。ここでは第3節で述べたライフイベントによる離職を考慮した割合を用いて、新卒女性比率x(0<x<1)に対して2x/(3-x)以上女性がいれば基準値内であると判断する。ここで、新卒で入社した女性社員が40代後半になるまでに結婚や出産を経験し離職に至った割合よりも、女性管理職の比率が明らかに減少していた場合、該当企業には女性が管理職になれない、あるいはなることを望まない組織構造的な問題がある可能性がある。

（1.1.2）執行役等にかけての推移

第二段階では管理職と執行役等の女性比率を比較する。この段階におけるありうべき女性比率の水準を検討する際、管理職から執行役等に職階が上がる40代後半以降の女性に、ジェンダー特有のライフイベントは特にないと考えた。したがって、本来であれば管理職から執行役等になっても男女比は変わらず推移していくはずである。執行役等の女性比率が管理職の女性比率よりも低い場合、該当企業には女性が執行役等に登用されにくい事情がある可能性がある。よって、管理職の女性比率よりも執行役等の女性比率が低い場合、基準値を満たしていないとする。

（1.1.3）取締役にかけての推移

第三段階では執行役等と取締役の女性比率を比較する。この段階では職階が上がることで女性比率が高くなった場合を問題視する。女性執行役員よりも女性取締役の比率が高いという状況は、企業内部では経営トップを担う女性の人材が育っていないにも関わらず、対外的な露出の多い上層部には女性を多く登用している企業構造の歪みを反映していると捉えられるからである。よって、この段階では女性比率が増加していれば基準値を満たしていないとする。

（1.2）縦軸の分類基準：女性取締役の評価

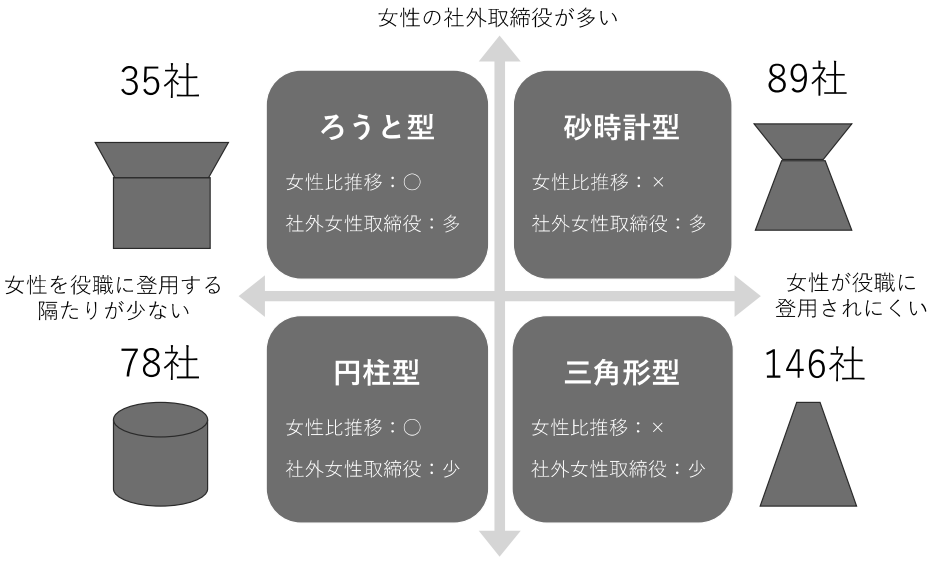
2つ目の軸となる縦軸は取締役会における女性取締役の社外比率の多寡である。社内に十分な経験を積んだ女性がいない中、企業がどの程度外部から女性取締役を登用しているのかに着目した。筆者は縦軸において、取締役会における女性役員

の全員が社外取締役であり、かつそれが複数人である場合は上側に、そうではない場合は下側に企業を分類することにした。

特に、経営トップにおける女性役員が複数の社外取締役でのみ構成されている場合、その企業は取締役会のジェンダー構成比を実態より良く見せる意図を持って社外から女性を招いていると考えることができる。このような企業は軸の上側にプロットされる。この縦軸は意図的に見かけ上の多様性を作り出している企業を抽出するのが目的であるため、女性取締役がいない企業の場合は軸の下側に分類される。

女性の職階間の比率の推移を示す横軸、女性の社外取締役の多寡を示す縦軸によって企業は四つの象限に分類され、各職階における女性比率を図形に起こすことで構造を可視化することができる。実際に分類した象限ごとの特徴と類型ごとの企業数を示したものが図表5である。

図表5　企業の分類と類型ごとの企業数



出所：筆者作成

(2) 各象限の名称と調査結果

ここで、分類した四象限におけるそれぞれの構造の型とその特徴について説明をしていく。第一象限に分類される企業は職階ごとの女性比率が新卒-管理職-執行役等と職階が上がるにつれて減少し、取締役になると増大する「砂時計型」の企業である。女性が管理職に登用されにくい企業であるものの、取締役会には外部から女性取締役を登用している企業が「砂時計型」に分類される。第3節で示した日本企業全体の傾向もこの形であるといえる。

第四象限の企業は新卒-管理職-執行役等-取締役と職階が上がるにつれて減少を続ける「三角形型」の企業となる。この型の企業は女性管理職が少なく、取締役会のジェンダーの多様性の解消にも積極的には取り組んでいない企業だと指摘できる。

第二象限に分類される企業は、職階間の女性比率の推移に大きな変化がない一方で社外から女性取締役を登用している「ろうと型」の企業と言うことができる。

最後の第三象限には職階間の女性比率の推移に大きな変化がなく、また意図的に社外から女性を登用することもない「円柱型」の企業が集まっている。

分類の結果としては、図表5にあるように、総サンプル348社のうち横軸で女性が役職に登用されにくいと判断された企業は235社であり、そのうちの89社が女性の社外取締役を積極的に採用する「砂時計型」、残りの146社が「三角形型」であった。また、「ろうと型」に分類された企業は35社、「円柱型」には78社の企業が分類された。

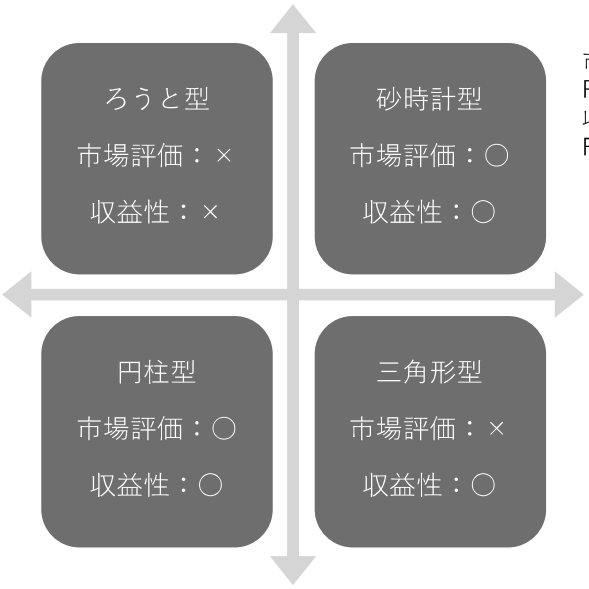
筆者の仮説として、「円柱型」の企業はガバナンスの面で見て女性の登用数が多いがゆえ市場からの評価が高まり、PBRの面で相対的に高い指標になるだろうと考えた。すなわち、逆説的に女性

の極端に少ない「三角形型」の企業がPBRにおいて他に比べて低くなることを予想した。業績の面に関しても、「円柱型」の企業は職階ごとに女性比率が極端に増減していないことから、ジェンダーにかかわらず能力の高い人が登用される企業であり、好業績であると考えた。これらの仮説を基に実際の調査結果について論じていく。

(3) 類型ごとの財務評価

調査にあたり、財務情報として調査対象企業のPBR、ROA、ROE、ROSを取得し、それぞれの象限における平均値を算出した。指標は各企業の直近の数値および過去3カ年分の平均値を採用した。補足としてPBRは市場による企業の評価を、ROA、ROE、ROSは企業活動のパフォーマンスを示している。いずれの数値も高い方が良いとされている。また、数年分の平均データを採用した理由は対象企業の業界特性などの特殊な事情によってサンプル数が少ない象限の経営成績が過度に評価されることを防ぐためで、これらの値についてまとめたものが図表6である。記号についてはあくまで相対的な評価である。

図表6　類型ごとの市場評価と収益性



類型＼指標	PBR	ROA(%)	ROE(%)	ROS(%)
砂時計型	1.8(2.0)	4.6(4.2)	8.8(7.9)	8.3(7.6)
三角形型	1.1(1.3)	4.4(4.2)	8.6(8.2)	7.9(7.7)
ろうと型	1.1(1.1)	2.6(3.1)	5.9(7.2)	5.5(6.5)
円柱型	1.9(2.2)	4.8(4.4)	9.3(8.2)	8.6(7.6)

※小数点第2位で四捨五入、()内は過去3年平均

出所：筆者作成

(3.1) 収益性に関する考察

本調査による1つ目の発見事項は「ろうと型」に分類される企業の業績である。他類型間においては収益性指標に顕著な差は見られず、女性登用の水準の差によって業績にあまり差は生まれていなかった。その一方で女性の登用が一定の水準で行われていながら取締役には社外の女性しかいない「ろうと型」の企業は他に比べて明らかに業績が悪く、ROAで約2ポイント、ROEで3ポイント近くの差があった。女性の登用が相対的に低いとした企業の方が業績が悪いとした筆者の仮説とは合わず、一番女性が登用されている「ろうと型」企業の業績が悪くなるという結果となった。

この結果に対する考察としては、「砂時計型」に分類された企業が古くから日本にある、いわゆる伝統的な企業であることが挙げられる。女性の

登用に関しては消極的であっても、伝統的企業であるゆえに規模の経済などの影響を受けて大企業として存続している好業績企業が集まっている可能性がある。

その他に考えられる理由として、「ろうと型」に分類された企業は中途半端に多くの女性を登用しようとしていることが指摘できる。女性を増やすことによるコストの増加が、女性の登用がもたらす利益を上回っていること、また女性であるというだけで登用され能力の見合っていない人が管理職や執行役等についていることで企業のパフォーマンスが低下していることなどが考えられる。

この考察を裏付ける先行研究として、Kanter[1977]による研究が挙げられる。この研究を基にすると、女性が35%以下の割合で「少数派」として認識されている限り、その能力や多様性は十分に発揮されない。むしろ、男性のみの方が円滑であったコミュニケーションの複雑化や、女性に枠を取られてしまった取締役候補の男性の意欲低下など、負の効果が上回ってしまう。

今回の調査においても、社内と社外を合わせた女性取締役の占める割合がKanter[1977]の研究で能力が発揮できるようになるとされている35%を超えている企業は348社中わずか5社であった。管理職、執行役等における女性の割合についても同様で、35%を超えた企業は管理職で5社、執行役等で3社となった。これらを踏まえると、今回調査した348社においては「砂時計型」の企業だけでなく、ほとんどの企業において女性の登用は不十分であると言えるかもしれない。その中で、「ろうと型」に分類された企業は女性の割合を意識的に向上させようとしているため他類型に比べて負の効果が大きく、業績の低迷に繋がっている可能性がある。

(3.2) 市場評価に関する考察

2つ目の発見事項は、「砂時計型」企業と「三角形型」企業の間に見られるPBRの差である。2類型間に顕著な業績の差がないにもかかわらず、PBRにおいて約1.6倍もの開きが見られた。市場が企業を評価する基準は様々であるため断定はできないものの、社外であっても取締役に女性を多く組み込むことで経営陣が多様性を持つように見せることは、市場から一定の評価を得られていると推察される。いびつな「砂時計型」であることは見かけの多様性でありながらも市場からは好意的に受け取られているであろうことが分かった。

また、「砂時計型」企業と「円柱型」企業については業績、株式評価ともに大きな差がないことから、わかりやすく女性が減少している「三角形型」が低く評価されているとも言えるかもしれない。いずれにせよ、実情が伴っているか見せかけであるかにかかわらず、企業の上位職階に女性が多いことは市場からの評価が高まる一因になりうると推測できる。

以上のことから、今回の調査によって職階が上がるにつれて女性比率が大きく変わらない企業が業績及び企業評価が高まり、見かけだけの多様性を持つ「砂時計型」の企業は同指標が低くなるという当初の筆者の仮説は誤りであろうことが分かった。その背景には女性の登用に関する負の部分を見過ごしていたこと、「砂時計型」に分類された企業は長く続く大企業が含まれている可能性があることなどが考えられる。その一方で、女性の少ない企業はガバナンスの面で市場からマイナスの評価を受けており、業績に対しての株式評価が低くなるであろうことは当初の筆者の仮説と整合している。

第6節　課題と提言、今後の研究の展望

本節では本稿での調査結果から得られた知見を整理し判明した課題点、そしてその改善策を提案し、最後に今後の課題について言及する。

本調査では新卒、管理職、執行役等、取締役の女性比率の調査を行い、日本企業のジェンダーに関する構造を調べた。また、各企業の女性登用と財務指標との関係性を調査した。

(1) 本稿の成果

まず、本稿の成果について述べる。本稿ではTOPIX1000の全構成企業を対象に執行役等、取締役における男女比の調査を名前や顔写真を基に手作業で行なった。また昨年3月決算の企業から開示が義務化された「管理職における女性の割合」のデータや先ほど述べた執行役等、取締役の情報を用いて、新卒時から会社のトップに至るまでのキャリアの中での男女比の推移などから日本企業におけるジェンダーの内情を明らかにしたことは一定の成果だと考えている。

(2) 明らかになった課題

日本企業における男女比の全体像を明らかにするなかで、日本企業の抱えている課題が浮き彫りになった。

1つ目が各職階の女性比率に関する調査で判明した、新卒の女性比率と比較して年次が上がり、昇進を経た管理職の女性比率が大きく減少するということである。あくまで筆者の定めた値ではあるものの、第4節で述べた管理職における女性比率の基準値を満たした企業は調査対象の348社中13社にとどまり、約4%の企業しか達成できていない現状がある。

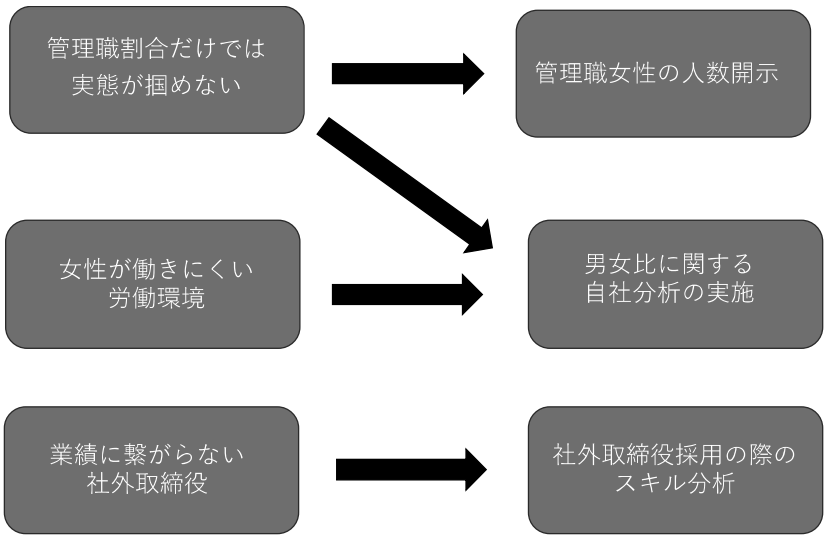
キャリア形成において、結婚や出産といったライフイベントなどでキャリアを中断する、もしくは諦める女性がいることは推察できる。しかし、本調査ではそういった原因以外の理由によって管理職になることを望まない女性がいる可能性が見えてきた。ここに、日本企業の制度上の問題点の存在を示唆することができる。

2つ目が執行役等と取締役の女性比率に関する調査の結果得ることができた、次世代の取締役候補となる執行役等の役職についている女性が少ないということである。社内に取締役を担う女性がいないため、社外から女性取締役を登用することで男女比率の差を埋めようとしている企業が存在すること、そしてその取り組みが市場からある程度評価されているであろうことも分かった。

(3) 提言

ここから明らかになった課題に対する改善提案を行なっていく。現状の開示における課題とそれに対する改善案をまとめたものが図表7である。

図表7　開示に関する課題と提言



出所：筆者作成

本稿では大半の日本企業において、管理職の女性比率が筆者の定めた新卒時を基とした基準値よりも著しく少ないことが明らかになった。その一方で、2023年3月期の有価証券報告書から開示が義務となった管理職における女性割合だけでは企業の女性登用について把握するには不十分であることも分かった。この点に関して、筆者は「男女比に関する自社分析の結果」などの新たな開示を促すことを提案したい。有価証券報告書の作成にあたって、自社の女性管理職の比率を出発点に女性管理職登用への課題の洗い出しを行うことで、今後取り組むべきことが明らかになるだろうと考える。

具体例として、本調査の対象企業のひとつであったファナック株式会社を挙げる。ファナック株式会社の2023年3月期の有価証券報告書では『労働者の男女の賃金の差異の補足説明』という項目が設けてあり、自社の男女の賃金格差や女性の幹部社員比率が低い要因を分析するとともに、今後の取り組みについても述べている。このような取り組みを行うことで、企業全体で女性が働きやすい環境が整備されていく可能性がある。

続いて、管理職における女性比率の開示に関しても改善点を提案したい。後述するように、職階

ごとに、かつ企業ごとにも登用される社員の数は異なるため、割合だけの開示では実態を十分に把握することができない。そこで「管理職の女性人数」を追加で開示することで数字の持つ意味を強めることができると考える。実際、筆者が調べた中でも株式会社大気社の2023年3月期の有価証券報告書には割合に付随して登用人数も記載があり、開示への意欲が見られた。

また、女性の社外取締役の登用に関して市場からの評価という点では一定の効果が見られる可能性はあるが、業績の向上との関連は一概にあるとは言えない。そのため、一部企業で進んでいるような「社外取締役採用時のスキル分析や期待される役割」の更なる開示を提案したい。選任理由やスキルが明示化されることで企業にとってもより直接的な利益の向上につながる人物を社外取締役として登用するための動機付けとなる可能性がある。株式会社丸井グループが2023年3月期の有価証券報告書で『社外役員の状況』として述べているような開示が良い手本になると思われる。

(4) 今後の研究の展望

最後に本稿で行った研究の課題と、今後の研究の展望について言及する。まず、新たに開示対象となった管理職に占める女性の割合や執行役等、取締役の男女比については単年度のみでの比較となったため、各企業の複数年にわたる人的資本への政策などを考慮しきれていない可能性がある。

次に、業種ごとに平均値が異なる財務指標に関して、企業のジェンダー構造に基づき分類したため業種による偏りの調整まで行うことができなかった。また、対象となった企業に関して各社の規模や採用人数が異なっていることに加えて、筆者が評価軸や基準値を設定したため、調査手法の妥当性が十分でない可能性もある。職階が上がるにつれて母数が減少していく傾向が強く、パーセンテージのボラティリティが高まることから単純な正負の基準だけでは現状を正確に表現できていない可能性がある。

最後に、執行役員制度の導入は指名委員会等設置会社を除いて任意であり、その開示もまた任意である。それにもかかわらず、執行役等を含めた全職階のデータが揃った企業のみを対象としたため、何らかのフィルターがかかっている可能性も考えられる。我々の提案を一例として、今後ジェンダーに関する取り組みが進むことで誰にとっても働きやすい環境へと変わっていくことを期待する。

参考文献

Kanter,R.M.(1977). *Men and Women of the Corporation*. Basic Books, Inc.（高井葉子訳(1995). 『企業のなかの男と女－女性が増えれば職場が変わる』生産性出版.）

厚生労働省(2021)「令和３年度『出生に関する統計』の概況」

厚生労働省(2021)「令和2年賃金構造基本統計調査の概況」

厚生労働省(2019)「2019年（令和元年）雇用動向調査結果の概況」

総務省(2021)「令和2年国勢調査」

内閣府男女共同参画局(2019)「共同参画令和元年5月号」

労働政策研究・研修機構(2022)「管理職ヒアリング調査-管理職の働き方と職場マネジメント-」

第15回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作
「中期経営計画の達成と開示の関連性
-統合報告書を軸として-」

一橋大学商学部円谷ゼミナール　3年チームA
樋口 涼太、加藤 藍、宍戸 健人、白川 大智、
永嶺 郁蒔、藤井 沙樹、渡邊 吉顕

第1節　はじめに

本稿の目的は、中期経営計画[1]（以下、中計）の達成と関連がある開示での特徴を明らかにすることだ。日本企業では中計が経営戦略の中核を担っている一方、中計の未達成（以下、未達）が目立つ点も事実である。本稿は統合報告書における中計の開示内容と、経営の実態としての財務パフォーマンスを比較検討する。分析を踏まえ、統合報告書の書き手に対し中計の達成に向けた開示改善を、読み手に対し開示内容への向き合い方を提言する。

上記テーマに着目する理由は2点ある。1点目は、統合報告書への関心の高まりである。

政府は2015年6月に適用が開始されたコーポレートガバナンスコードにおいて、主体的な情報発信及び株主との建設的な対話を求める旨を明記している。（コーポレートガバナンスコード補充原則3-1③）さらに2021年6月の改定では、サステナビリティや人的資本についても経営戦略等との整合性を意識した開示を求めている。野村インベスターリレーションズ（2022）によれば、ESG情報の取得源として統合報告書は1位を獲得しており、投資家らによる統合報告書の活用の様子も見えてくる。開示への気運が高まるとともに、企業は統合報告書を発行するだけでなく、その内容についても意識を向けてきている[2]。

2点目は、中計に未達が多いという事実だ。北平，柿澤（2013），吉田，藤田，岩澤（2021）によると、8割近くの日経225構成企業が中計を開示しており、この傾向はここ10年間で変化していないことが分かる[3]。一方、淺田・山本（2016）から、中計を達成している企業の割合は低いことがわかる。後述するがこの状況は我々の研究時点においても変化していない[4]。中計の目的は様々[5]だが、対社内では企業の長期ビジョン・長期計画の達成に向けた動機付け、対社外では今後数年の企業活動に関する意思表示としての役割を負っている。このように、求められる役割の多い中計ではあるが、少なくともここ5年以上は未達状況が変化していないことが分かる。

---

[1] 本稿では、中期経営計画は、企業が発表する2年以上の複数年度にわたる業績予想及び経営目標であると定義する。

[2] 日本経済新聞社が主催する日経統合報告書アワードへのエントリー数は、2020年の132社、21年の289社、22年の387社と、過去3年で3倍近くに急増している。

[3] 北平・柿澤（2013）によると、金融を除く日経225企業204社のうち約8割が中計を策定・公表している。吉田・藤田・岩澤（2021）によると、2020年11月時点において、日経225企業のうち、中計を公表している企業は182社（80.9%）であった。

[4] 淺田・山本（2016）によると、期間3年間の中計の達成率は売上で約19%、営業利益で約18%、ROEで約21%となっている。筆者の研究によると、最新の完了した中計の達成率は売上で約31%、営業利益で約24%、ROEで約30%となっている。

[5] 藤田（2021）によると、中期経営計画を策定する目的は全社目標や方針の明確化、経営層のコミットメントの向上、従業員のモチベーションの向上、外部への説明の4つと整理されている。

上記2点に着目した際に我々が感じた問題意識は、開示と経営が表裏一体に動いていないことである。この状態が問題である理由は2点ある。

1点目は、中計の策定には膨大な労力がかかっているからである。本稿執筆に先立ち実施したヒアリングでは、中計の策定に投下される社内リソースが少なくないことが明らかになった[6]。計画を策定し開示することに精一杯であり、開示活動の成果を観測したり、社外とのコミュニケーションを経営の現場にフィードバックしたりする余裕は見受けられない。

2点目は、ステークホルダーからの期待を裏切ることになるからである。少なくとも中計を策定し社外に公表した以上は、この目標を達成する責任、そして実際のパフォーマンスに関する説明責任を企業は負うことになると考える。たとえ十分な説明責任を果たしたとしても、目標の未達が常態化すれば、開示の情報価値が損なわれかねない。

そこで、我々は開示と経営を適切に結びつけた、中計の達成に資する開示の特徴を探ることとした。ところが我々の知る限り、企業の統合報告書における具体的な開示内容と、中計の達成に関する研究は進んでいない。本稿では、統合報告書における開示内容と中計の達成の関係性、並びに中計の達成につながる開示の特徴について検討する。

第2節　重要な前提と本研究の大枠

本節では、検証に際して我々が寄って立つ前提、及び本研究の大枠について述べる。

前提は2つある。1つ目は、中計の内容は、統合報告書において公表されている必要があるということだ。その理由として、統合報告書が企業の開示資料として特徴的な点を2点挙げる。1点目は、企業の将来像について必要な情報を、網羅的かつ詳細に把握することが出来る有力かつ希少な資料ということだ。中計の目標達成に向けたステークホルダーとの建設的なコミュニケーションの実現を考えれば、統合報告書に中計を記載すること自体に意味があると考える。2点目は、CEOなどトップマネジメントの経営への覚悟や本気度を、読み手側が推し量ることができるためだ。トップマネジメントは、統合報告書の中で企業の将来像について自らの言葉で語ることが求められる。企業経営に関わる多様なステークホルダーに、高い不確実性のなかで説明責任を果たし、将来に向けたメッセージを発信することは簡単ではない。以上2点より、特徴的な開示資料である統合報告書に、中計を公表することは重要であるという立場をとる。

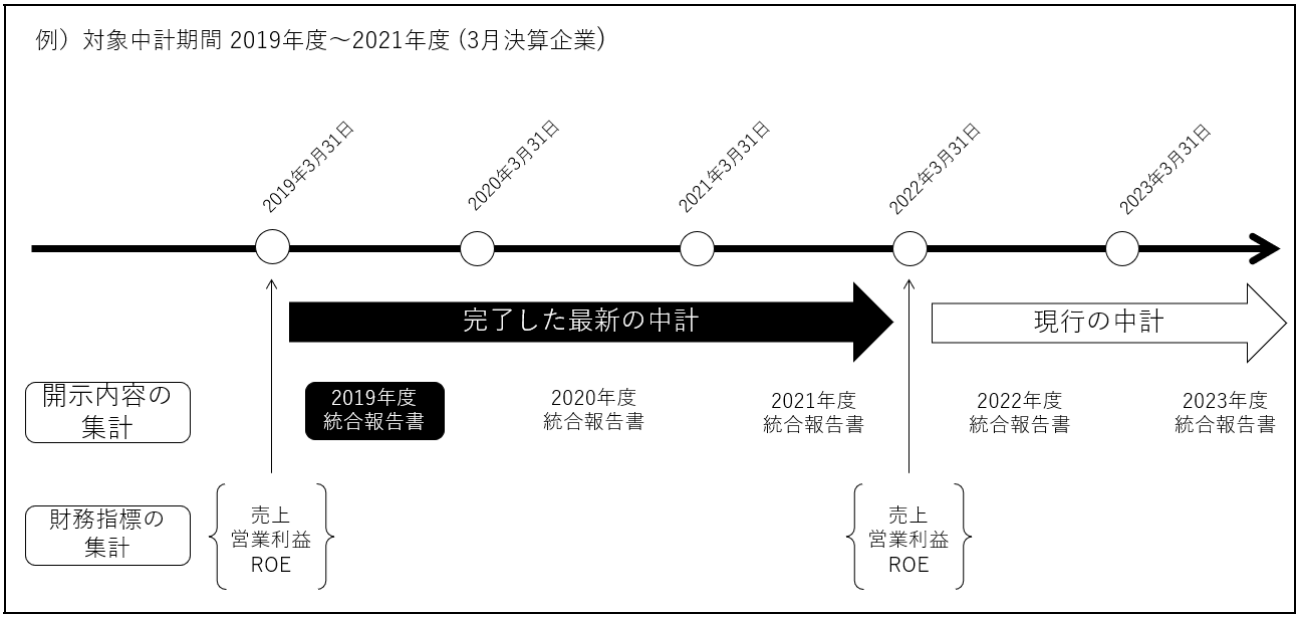
前提の2つ目は、中計の目的・役割は複数あるが、今回はあくまで立てた目標の達成/未達について評価することに主眼を置くことだ。各種ステークホルダーへの説明資料としての役割、各種経営資源の内部管理の役割を評価し、中計が策定されることそのものを評価するものではない。

本研究の大枠は以下の通りである。

対象となる企業は、日経225構成企業の中で、完了した中計が存在し、かつ当該中計期間中に統合報告書を発行している企業である。そのような企業は183社存在した。なお、対象となる中計は、2023年3月までに完了した中計のうち最新のものである。

[6] 東京証券取引所プライム市場上場企業を含め、日本国内の上場企業複数社にヒアリングを実施した。（聞き取り対象は、中計の策定及び開示に関わる実務者レベルであるIR担当者、及び中期経営計画策定関係者である。）同ヒアリングにおいて、事業部内での数値取りまとめ、各事業部と経営陣との調整など、中期経営計画の策定に膨大な時間とコストを割いている実態が浮き彫りになった。

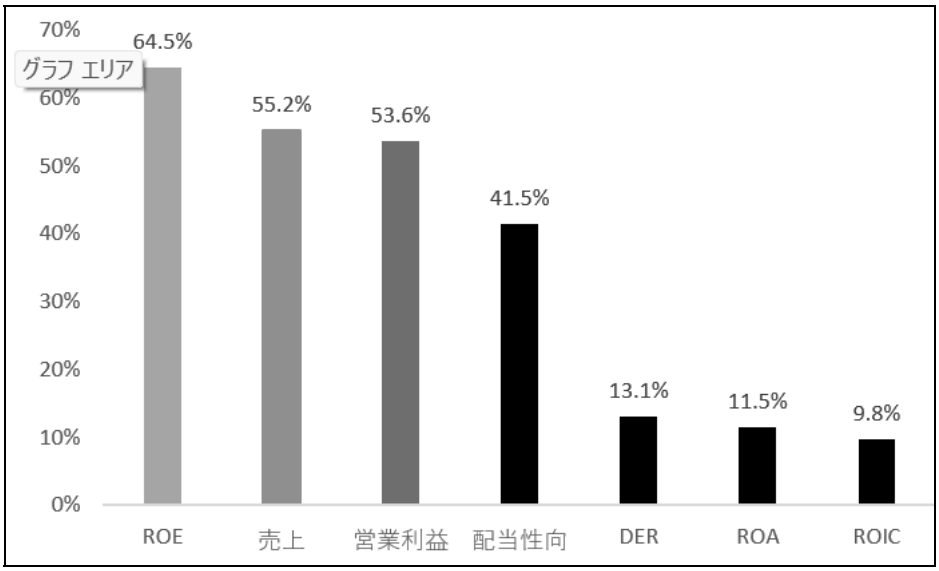
図表１　情報収集の全体像



（出典:筆者作成）

対象とする財務指標として営業利益/売上/ROEの3つを用いる。これら3つを採用する理由は2点ある。1点目はサンプル数が十分確保できるからだ。図表2は本稿が調査対象としている中計がある日経225構成企業（183社）において各財務指標を中計目標として掲げている企業の割合を示したものである。中計目標の財務指標として採用している企業が多い、すなわちサンプル数が多い上位3つが、営業利益/売上/ROEである[7]。

図表2　各財務指標の中計項目採用率（n=183）

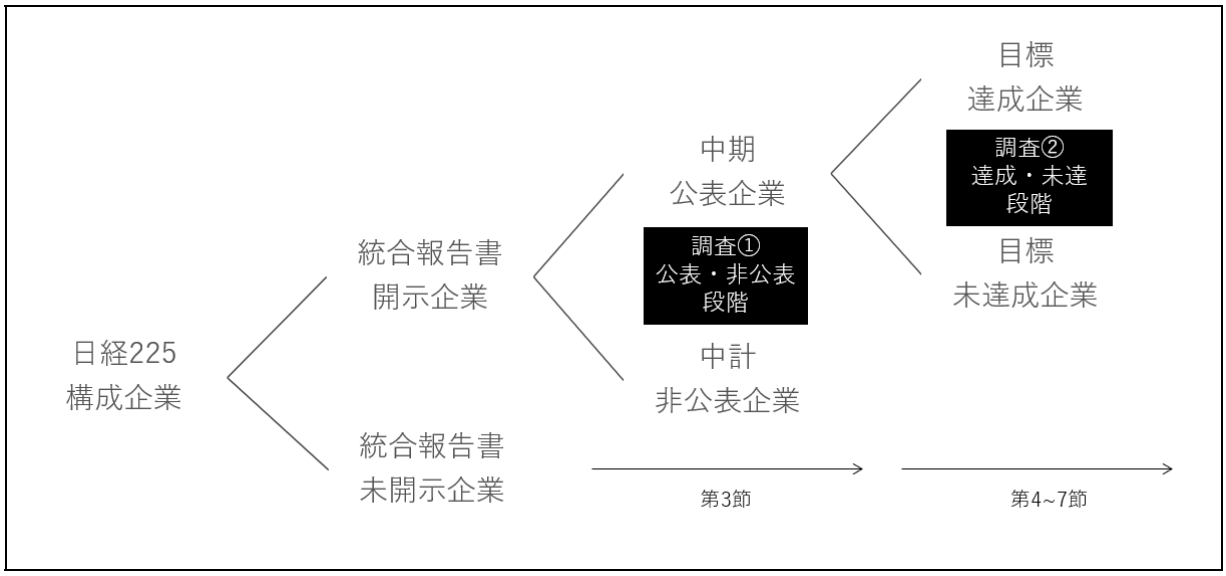


（出典:筆者作成）

[7] ROEについで配当性向も財務指標として採用率が高いが、本研究では採用しない。なぜなら配当性向は企業が恣意的に変えられる指標であり、経営の実態を測る指標として適さないと判断したためだ。

2点目は、近年の資本効率性を重視したROICの目標開示の高まりなど、時系列的な指標の流行に左右されず、異なる時系列の中計を比較することに適しているからだ。検証の流れは大きく分けて2段階あり、これを整理したものが図表３である。また調査は大きく2つから構成される。

図表3　検証の流れ



（出典:筆者作成）

第3節では、業界全体のパフォーマンスとの優劣から、統合報告書における中計の数値目標の公表/未公表について分析する（調査①）。

第4節から第7節では、統合報告書における個別具体的な開示状況から達成・未達企業の区分で分析を行う（調査②）。具体的には、第4節では統合報告書全体を対象として、第5節から第7節ではトップマネジメントに関する開示に着目し、役員報酬の連動、CEOメッセージ、社外取締役メッセージの視点でそれぞれ分析する。

最後の第8節では、本稿のまとめと限界について振り返る。

第3節　中計の数値目標の開示状況・達成状況と財務パフォーマンス

第3節では、前節で述べた調査①として、中計の数値目標を公表することで、業績などのパフォーマンスが向上するかどうかを検証する。仮に数値目標の公表を行っていない企業のパフォーマンスが公表を行っている企業よりも高い場合、達成/未達の議論は意味をなさないからである。よって、本節では仮説1の立場に立ち、検証を進めていく。

> 仮説1：数値目標を公表している企業は、それぞれの指標で未公表企業よりも高いパフォーマンスをあげている

対象とした中計は企業ごとに開始/終了年度が異なるため、中計期間の各財務指標のパフォーマンスを同一時点で評価することが困難であった。ゆえに、売上と営業利益に対しては、各中計期間における当該企業が属する業界のCAGRと当該企業のCAGRとの大小比較で評価を行った。ROEに対しては、CAGRでの評価に適さないため、中計完了時点の業界平均ROEとの大小比較での評価を行った。

業界[8]の営業利益/売上のCAGRの算出は、2013年度～2022年度の東証一部上場企業（全1,836社）の営業利益/売上の財務データを収集し、各業界の営業利益/売上の各年度における合計額を出したうえで、各中計に対応するように企業別にCAGRの算出を行った。具体的な計算方法は図表4の通りである。なお、開始年度の営業利益/売上が負の場合など、CAGRの計算に適さないものは省いた。また売上においては金融業全般を省いた。

[8] 業界の区分方法は、東京証券取引所による33区分に基づく。

図表4　CAGRの算出（2018年度開始、2020年度終了中計の小売業企業の場合）

$$\text{業界の売上の CAGR} = \left(\frac{\text{2020 年度小売業の売上の合計}}{\text{2017 年度小売業の売上の合計}}\right)^{\frac{1}{2020-2017}} - 1$$

$$\text{対象企業の売上の CAGR} = \left(\frac{\text{2020 年度対象企業の売上の合計}}{\text{2017 年度対象企業の売上の合計}}\right)^{\frac{1}{2020-2017}} - 1$$

		売上（百万円）		
		2017年度	2020年度	CAGR
対象	業界	45,947,150	50,504,014	0.048%
	企業A	6,037,815	5,766,718	-0.015%

（出典：筆者作成）

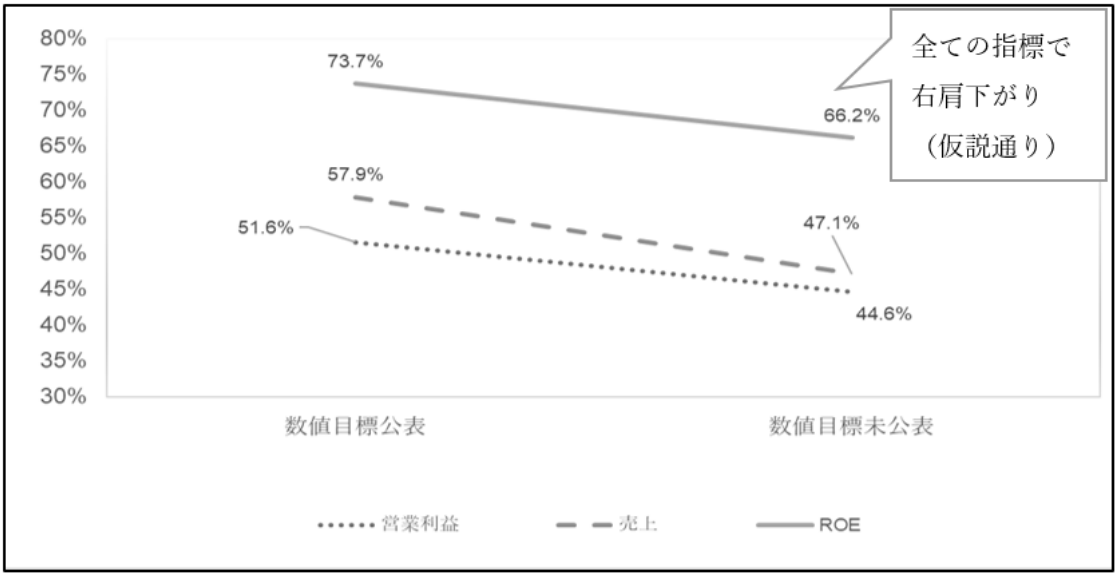
業界平均ROEの算出は、2013年度～2022年度の東証一部上場企業のROEの財務データを収集し、業界ごとに各年度の平均を算出した。

営業利益/売上/ROEの財務データの収集元は、全て株式会社プロネクサスのeo1に拠った。2013年度～2022年度の期間を取った理由は、調査対象のうち、最古の中計開始年度が2013年度であり、最新の中計終了年度が2022年度であったためだ。

仮説1を検証した結果は次の通りである。図表5は、数値目標を公表している企業とそうでない企業について、それぞれ業界平均よりパフォーマンスが高かった企業数の割合を示している。図表6はより詳細に、各項目の実際の企業数を示している。これらの結果より、いずれの指標においても、中計の数値目標を公表している企業の方が、公表していない企業よりも、当該中計期間における営業利益/売上/ROEのパフォーマンスが優れていることが示唆された。これは仮説1「数値目標を公表している企業は、それぞれの指標で未公表企業よりも高いパフォーマンスをあげている。」と整合的である。

この結果の背景には、数値目標を公表していない企業は、公表している企業よりも数値目標の達成に関する外部からの圧力にさらされないために、財務指標のパフォーマンス水準を高めることに対する緊張感が低くなっている可能性があると推察する。

図表5　業界平均より高いパフォーマンスである企業の割合



（出典：筆者作成）

図表6　業界平均より高いパフォーマンスである企業の割合内訳

		業界より高いパフォーマンスの企業の割合		
		営業利益	売上	ROE
中計の数値設定	公表	48社/93社	55社/95社	87社/118社
	未公表	33社/74社	33社/70社	45社/65社
	大小	公表＞未公表	公表＞未公表	公表＞未公表

（出典：筆者作成）

（注）「48社/93社」というのは営業利益目標を公表している企業かつ業界平均CAGRよりも高かった企業48社/営業利益目標を公表している企業93社ということを指す。

第4節　統合報告書における中計に関する記述量

ここからは、中計達成企業/未達企業の、統合報告書における中計の開示の違いを明らかにしていく。

第4節では、統合報告書全体を対象とし、統合報告書における中計に関する記述量について検証する。統合報告書は任意の開示資料であるため、記述する内容は企業に委ねられている。その中で中計に関する記述を多く行っている企業は、企業の中計に対する達成意欲が強いのではないかと考えた。ゆえに、統合報告書における中計に関する記述量の多寡と、中計の数値目標の達成状況との間に関連があるのではないかと予想し、以下の仮説2を立てて検証を行った。

仮説2：中計達成企業は統合報告書において中計に関する記述量が未達企業よりも多い。

本検証では、中計に関する記述量を比較するための指標として、中計を意味する語[9]の登場頻度を採用した。中計に関する文章の文字数比較では、観察対象の文章が中計に関する。

記述であるかどうかの決定に恣意性が生じ、正確な検証結果が得られない可能性が高いと考えた。そのため、中計を意味する語一つに対して、統合報告書全体の文字数[10]のうちいくら割り当てられるかという比較を行う事で、文章の内容を判断することで生じうる恣意性を可能な限り排除しようとした。ゆえに、統合報告書における中計の記述量を「統合報告書全体の文字数/統合報告書内における中計を意味する語単語の登場回数」によって算出し、記述量と、営業利益/売上/ROEの数値目標の達成・未達状況の関係について分析した。

図表7　統合報告書における中計を意味する語

		統合報告書における中計を意味する語の登場頻度		
		営業利益	売上	ROE
中計の数値設定	達成	2,488字につき1語	1,994字につき1語	2,272字につき1語
	未達	2,264字につき1語	2,461字につき1語	2,066字につき1語
	多寡	達成＜未達	達成＞未達	達成＜未達

（出典:筆者作成）

図表7は、統合報告書において中計を意味する語が一定の頻度で登場すると仮定した際に、何字ごとに登場するかを示している。売上においては達成企業の方が、中計に関する記述を多く行っていることがわかった。しかし、営業利益とROEでは、未達企業の方が、中計に関する記述を多く行っていることがわかった。これらの検証結果は、我々が立てた仮説2に反する結果を得るものであった。第4節では統合報告書における中計の記述量の多寡と中計の数値目標の達成状況の関連性という「開示の量」ついて検証したが、仮説2と整合的な結果は得られなかった。そこで第5節以降では統合報告書における「開示の内容」と中計の数値目標の達成状況の関連性について検証していく。

[9] PDFの検索機能を使用して、各社統合報告書の中で、「中計」、「中期経営計画」、「企業特有の中計の名称」が合計何回書かれているかを計上した。企業特有の中計の名称とは、例えば、ある化学産業の中計を表す「〇〇〇〇2021」のような名称である。この中で「中計〇〇〇〇2021」といった「中計＋企業特有の中計の名称」、「中期経営計画＋企業特有の中計の名称」の場合は二重に計上されてしまっているため、その分合計から減らす処理を行った。（「中期経営計画」の代わりに「中期経営方針」という名称が使われている企業では「中期経営方針」で検索を行っている。）

[10] 統合報告書全体の文字数は、Adobe Acrobat内のOCRスキャン機能により、各社のIR資料室等で公開されている統合報告書のPDFをWord文書化し、主要財務データと当該企業の概要にあたる部分を手作業で除去したものを各社分作成することにより、計上した。主要財務データと当該企業の概要にあたる部分を除去したのは、財務諸表や関連子会社名など、統合報告書での開示に対する企業の意思が現れる点ではない部分を計上しないためである。

第5節　中計連動型役員報酬の開示について

第5節以降では、トップマネジメントに関する開示についての検証を行う。第5節では、中計への達成意欲を図る開示情報として役員報酬に着目した。現在の役員報酬制度には、中長期業績連動型のインセンティブまたは中計連動型のインセンティブを採用している企業が存在する。中計連動型のインセンティブとは、当該中計の数値目標の達成状況によって報酬が発生する形式のものを指す。中長期業績連動型は売上高などの成長率に応じて報酬額が変動するが、中計連動型は目標の達成率に応じて報酬額が変動するため、中計連動型は中長期業績連動型よりも役員の中計達成意欲を強める可能性がある。よってこの中計連動型の役員報酬を採用しているか否かを、役員陣の中計への達成意欲の強さを測る指標として採用し、検証対象とした。

しかし、中計連動型の役員報酬が採用されているかどうかについて、統合報告書には掲載せず、役員報酬の法定開示資料である有価証券報告書（以下、有報）にのみ掲載されているケースも見られた。よって本稿では、実態として中計連動型のインセンティブを導入しているか否かを有報で、その中計連動型のインセンティブが持つ役員の中計達成意欲を強める効果が機能しているか否かを統合報告書で判断した。

有報で実態を判断した理由は、有報は法定開示資料であるため、企業の役員報酬の建付けを正確に示しているためである。一方、統合報告書で達成意欲を強める効果について判断した理由は、統合報告書は任意の開示資料であることから、そこに中計連動型の役員報酬を導入していることが掲載されていないならば、その制度が役員陣にあまり意識されていないのではないかと推測したためだ。

本検証では以下の仮説3-1、3-2を立て、検証を行った。

仮説3-1：中計達成企業は中計連動型の役員報酬を導入している企業が未達企業よりも多い。

仮説3-2：中計達成企業は、中計連動型の役員報酬の導入を統合報告書に掲載している企業が、未達企業よりも多い。

検証対象は本稿の研究対象である統合報告書、並びに当該中計の開始年度の有報である。中計連動型の役員報酬であるか否かについては、図表８の具体例にあるように、中計の数値目標の達成度合によって報酬が変動するのかしないのかという基準で判断した。

図表8　中計連動型役員報酬に関する処理の具体例

統合報告書において、中期経営計画連動型役員報酬と認める場合

「基本報酬に対する株式報酬の割合は、（中略）交付される株式数が対象期間（３年）中の業績指標（中期経営計画の業績目標である事業利益、ROS、ROE など）の達成度に連動して増減する仕組み」

統合報告書において、中期経営計画連動型役員報酬と認めない場合

「当制度（~~中長期業績連動型株式報酬~~）は、当社株式の株主総利回り（TSR）の相対評価 （TOPIX の成長率との比較）に応じて３年毎にポイントを確定し、退任時に当社株式を給付するもの」（中計の達成状況によって、報酬が変動するとは言えない）

有価証券報告書において、中期経営計画連動型役員報酬と認める場合

「業績連動型株式報酬に係る指標は、中期経営計画の重要目標と連動した経営指標を採用」

有価証券報告書において、中期経営計画連動型役員報酬と認めない場合

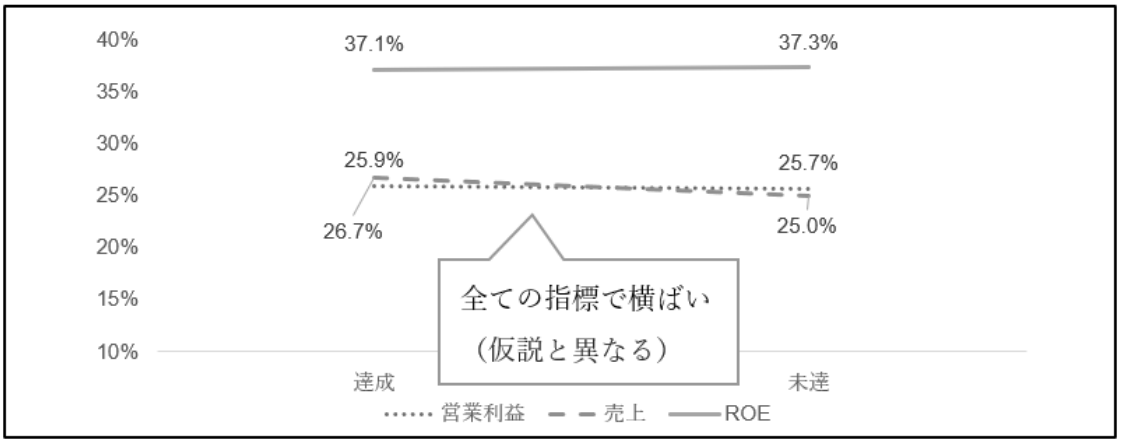
「取締役会長及び執行役員を兼務する取締役の基本報酬については、当社グループの連結業績を勘案して定められる基準報酬額に、部門業績、~~中長期的な経営戦略に沿って設定される個人目標の到達度~~、安全成績（労働災害の件数）等の役職別評価項目を基準として算出」（中計の達成状況によって、報酬が変動するとは言えない）

（出典：日経225構成企業の統合報告書、有報から抜粋し筆者作成）

仮説3-1、3-2を検証した結果は次のようになった。まず、中計連動型の実態について述べる。図表9は、3つの財務指標について、それぞれ中計目標を達成した企業と未達であった企業に分類した上で、有報において中計連動型を導入している企業の割合を示している。図表10ではより詳細に、各項目の実際の企業数を示している。

図表9・10より、いずれの財務指標においても、中計連動型自体の導入状況は、達成/未達に特に影響を与えていないと思われる。このことは、仮説3-1「中計達成企業は中計連動型の役員報酬を導入している企業が未達企業よりも多い。」と一致しない。

図表9　中計連動型役員報酬を導入している企業の割合



（出典:筆者作成）

図表10　中計連動型の役員報酬を導入している企業の割合内訳

		中計連動型の役員報酬を導入している企業の割合内訳		
		営業利益	売上	ROE
中計の数値設定	達成	7社/27社	8社/30社	13社/35社
	未達	19社/74社	17社/68社	31社/83社
	大小	達成≒（＞）未達	達成≒（＞）未達	達成≒（＜）未達

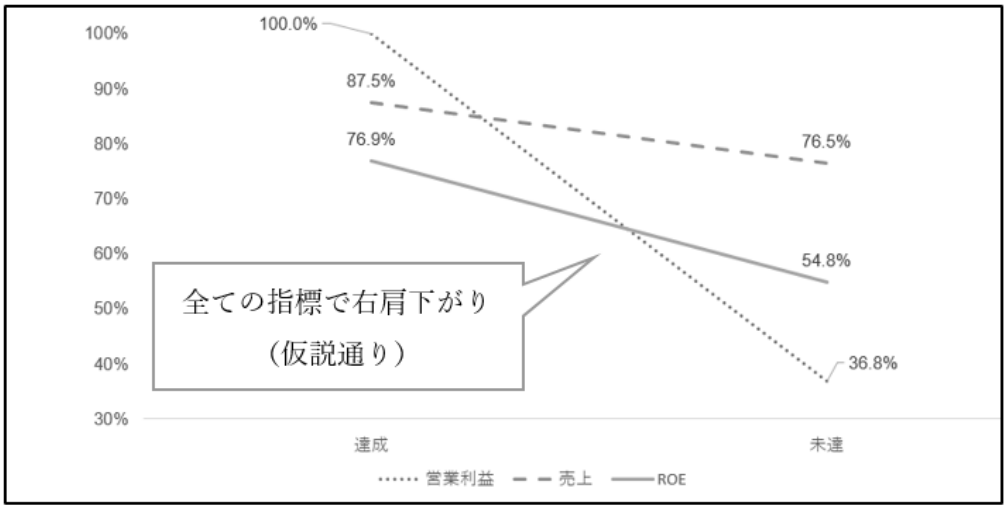
（出典:筆者作成）

（注）「7/27社」とは、営業利益の中計目標を達成し、かつ有報に中計連動型の役員報酬の導入を記載している企業7社/営業利益の中計目標を達成している企業27社という意味である。

次に、中計連動型が持つ中計への達成意欲を高める効果について述べる。図表11は、３つの財務指標について、それぞれ中計目標を達成した企業と未達であった企業に分類した上で、統合報告書において、中計連動型の導入について掲載していた企業の割合を示している。図表11はより詳細に、各項目の実際の企業数を示している。

図表11・12より、いずれの財務指標においても中計達成企業は、有報と統合報告書の両方による開示を行っている企業の割合が中計未達企業よりも高い結果になった。これは、仮説3-2「中計達成企業は、中計連動型の役員報酬の導入を統合報告書に掲載している企業が、未達企業よりも多い。」と整合的である。

図表11　中計連動型役員報酬を両方の資料で開示している企業の割合



（出典：筆者作成）

図表12　中計連動型の役員報酬を両方の資料で開示している企業の割合内訳

		中計連動型の役員報酬を両方の資料で開示している企業の数		
		営業利益	売上	ROE
中計の数値設定	達成	7社/7社	7社/8社	10社/13社
	未達	7社/19社	13社/17社	17社/31社
	大小	達成＞未達	達成＞未達	達成＞未達

（出典：筆者作成）

（注）「7社/7社」であれば、「営業利益の中計目標を達成し、かつ有報と統合報告書両方に中計連動型報酬であることの記述がある企業7社/営業利益の中計目標を達成し、かつ有報に中計連動型の役員報酬の導入を記述している企業7社」という意味である。

以上の検証から判明したことは、2つある。1つ目は、中計連動型の役員報酬の導入自体が、中計の達成未達に与える影響はほとんどないと示唆されるということである。2つ目は、中計連動型の導入を統合報告書にも掲載しているか否か、すなわち役員陣の中計達成意欲を強める効果を発揮していると思われるか否かは、中計の達成未達に影響を与える可能性があるということだ。これらの点から、中計連動型役員報酬を導入する企業に対して、それを資料横断的に掲載するべきだと考える。なぜなら、中計連動型を資料横断的に開示させることで、中計連動型の役員報酬が持つ役員陣の中計達成意欲を強める効果の発揮を期待できるからである。

第6節　CEOメッセージにおける中計に関する記述量

第6節では、統合報告書内のCEOメッセージでの中計に関する記述量と中計達成/未達の関係について分析する。

統合報告書全体における中計に関する記述量と同様に、記述内容に関する規定が存在しないCEOメッセージ内で、中計に関する話題が多く展開されていることは、CEOの当該中計への達成意欲が強いことの現れではないかと考えた。よって、以下の仮説4を立てて検証を行った。

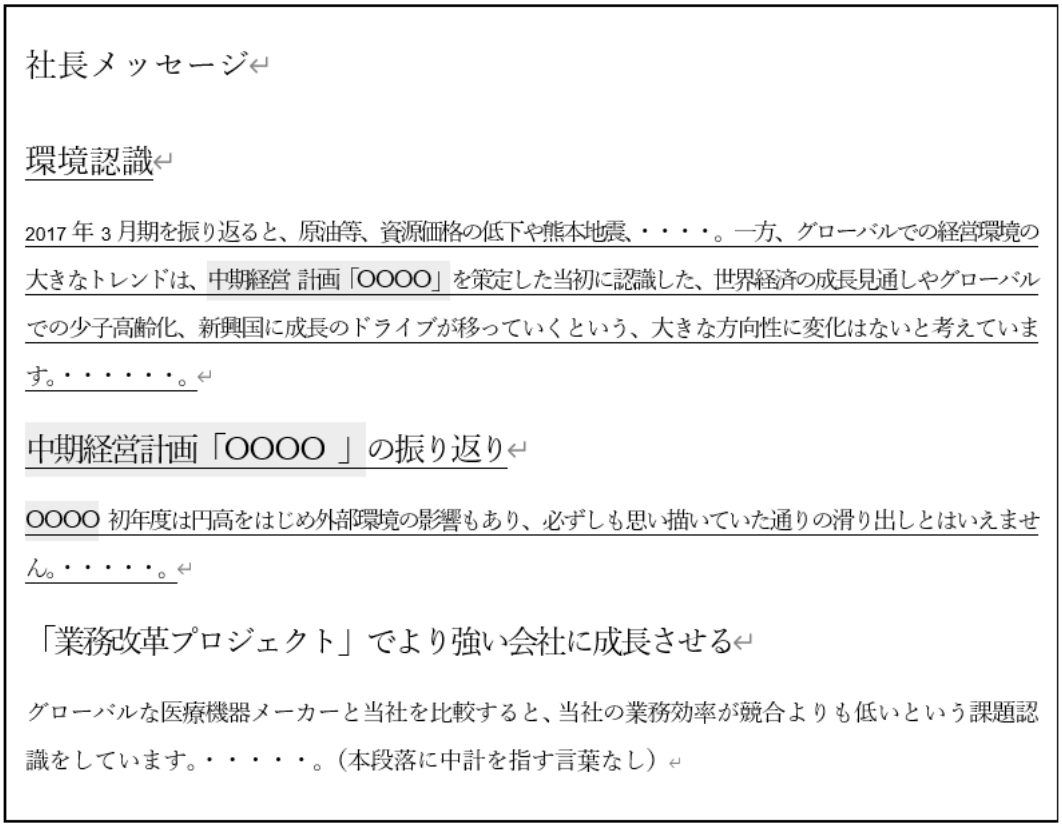
仮説4：中計達成企業は、CEOメッセージにおいて、中計に関する記述量が未達企業より多い。

本検証では統合報告書内のCEOメッセージにおける中計に関する記述量を「CEOメッセージ内の中計に関する記述の段落に含まれる文字数/CEOメッセージ全体の文字数」として算出し、この割合の大小と売上/営業利益/ROEの中計目標達成状況の相関性を検証した。

検証対象は、統合報告書の目次において「CEOメッセージ」とされている箇所である（社長メッセージ等も同義として含む）。上で述べた式の分子にあたる「CEOメッセージ内の中計に関する記述が含まれている段落の文字数」とは、中計を意味する語が登場する段落や中計に関する小見出しに含まれる段落の文字数の合計を指し、個人のバイアスによって計上する文字数が左右されない機械的な処理になっている。具体的な処理の例は図表13にある。

また、上で述べた式の分母にあたる「CEOメッセージ全体の文字数」は、第4節で統合報告書全体の文字数を計上する際に作成したデータベースから、CEOメッセージに該当する部分を抜粋し、CEOメッセージ全体の文字数を計上した。

図表13　CEOメッセージ内の中計に関する記述が含まれている段落の具体例



社長メッセージ↵

環境認識↵

2017 年 3 月期を振り返ると、原油等、資源価格の低下や熊本地震、・・・・。一方、グローバルでの経営環境の大きなトレンドは、中期経営 計画「OOOO」を策定した当初に認識した、世界経済の成長見通しやグローバルでの少子高齢化、新興国に成長のドライブが移っていくという、大きな方向性に変化はないと考えています。・・・・・・。↵

中期経営計画「OOOO 」の振り返り↵

OOOO 初年度は円高をはじめ外部環境の影響もあり、必ずしも思い描いていた通りの滑り出しとはいえません。・・・・・。↵

「業務改革プロジェクト」でより強い会社に成長させる↵

グローバルな医療機器メーカーと当社を比較すると、当社の業務効率が競合よりも低いという課題認識をしています。・・・・・。（本段落に中計を指す言葉なし）↵

（出典：当該企業の中計初年度の統合報告書内のCEOメッセージに該当する部分より筆者作成）

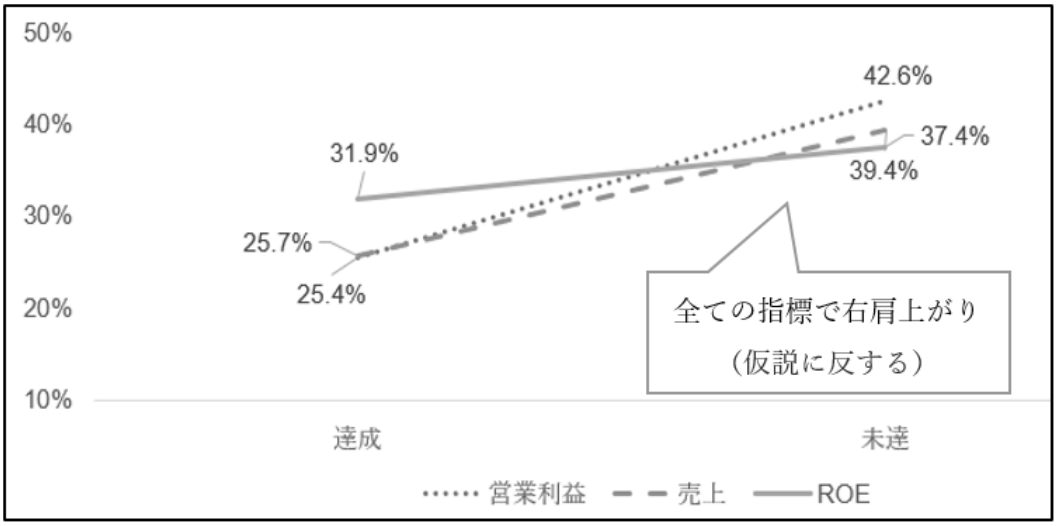
仮説4を検証した結果は次のようになった。図表14は、3つの財務指標について、それぞれ中計目標を達成した企業と未達であった企業に分類した上で、CEOメッセージでの中計に関する記述の割合を示している。図表15～17では、財務指標ごとに、中計目標の達成企業と未達企業の、CEOメッセージにおける中計記述割合の分布を、箱ひげ図を用いて示している。

図表14～17より、いずれの財務指標においても、未達企業の方が中計の記述割合が大きい結果となった。これは仮説4「中計達成企業は、CEOメッセージにおいて、中計に関する記述量が未達企業より多い。」に沿わない。

この結果の解釈として次のようなものが考えられる。CEOメッセージにはESGや投資家に対するメッセージなどの中計以外盛り込む必要があると

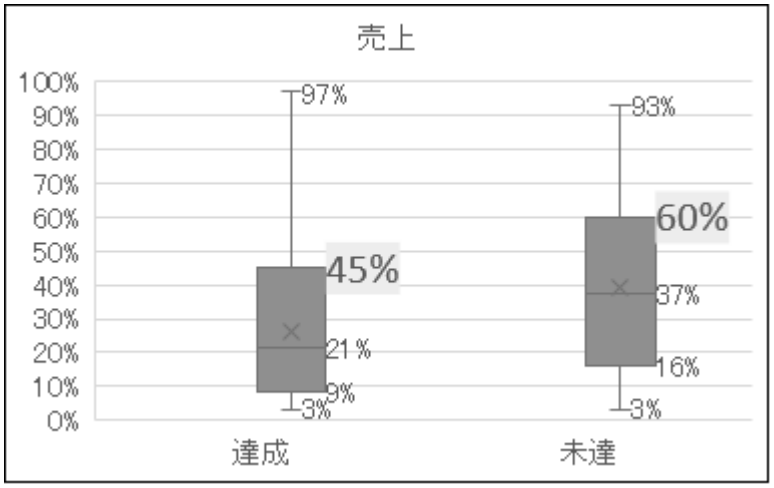
思われる内容が多くある。にもかかわらず、中計にかける分量が多い企業は、他の施策について言及できるような進捗が現状であまりないために、苦肉の策として近未来の話である中計に重点を置いたメッセージにしているのではないかというものだ。

図表14　CEOメッセージにおける中計記述の割合



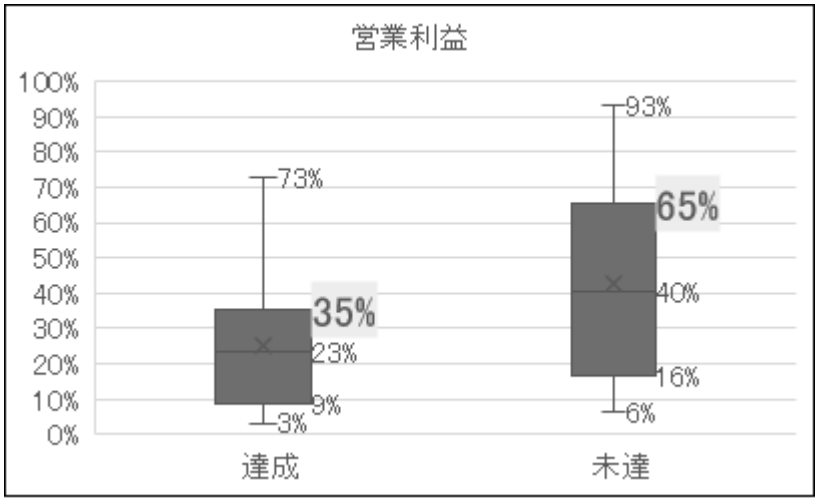
（出典：筆者作成）

図表15　売上についてCEOメッセージにおける中計の記述量割合を示す箱ひげ図



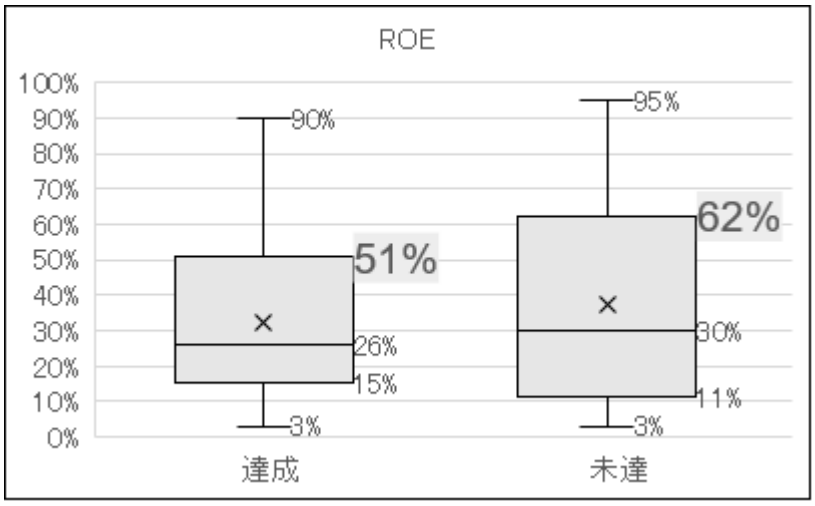
（出典：筆者作成）

図表16　営業利益についてCEOメッセージにおける中計の記述量割合を示す箱ひげ図



（出典：筆者作成）

図表17　ROEについてCEOメッセージにおける中計の記述量割合を示す箱ひげ図



（出典：筆者作成）

第7節　統合報告書内の社外取締役メッセージにおける中計に関する記述

第6節では中計に対するCEOの達成意欲の強さがCEOメッセージの中計に関する記述量に現れるはずであるという立場に立ち、検証を行ったところその仮説4とは反する結果が得られた。そこで、役員の達成意欲と中計に関する記述の相関についての更なる検証を行うため、本節では、統合報告書での社外取締役メッセージ（以下社外取メッセージ）を対象とする。社外取メッセージの内容は各社各様であり、中計について言及していない企業も多くみられた。よって、社外取メッセージにおいて中計に関する記述をしている企業は、そうでない企業よりも中計の達成意欲が強いのではないかと考えた。

なお、サンプル数が多く、統合報告書においてCEOメッセージの次に記載されていることが多いCFOメッセージを、役員の達成意欲についての検証対象として採用しなかった理由は、大半の企業で中計の内容がCFOメッセージの半数以上を占めており、検証に適さなかったためである。

以上を踏まえ、本検証では次の仮説5を立て検証を行った。

仮説5：中計達成企業は、社外取メッセージにおいて中計に関する記載がある企業が、未達企業よりも多い。

本検証では、統合報告書の社外取メッセージ内に、中計に関する記載があるか否かを、第4節で用いた基準において中計を意味する語が含まれて

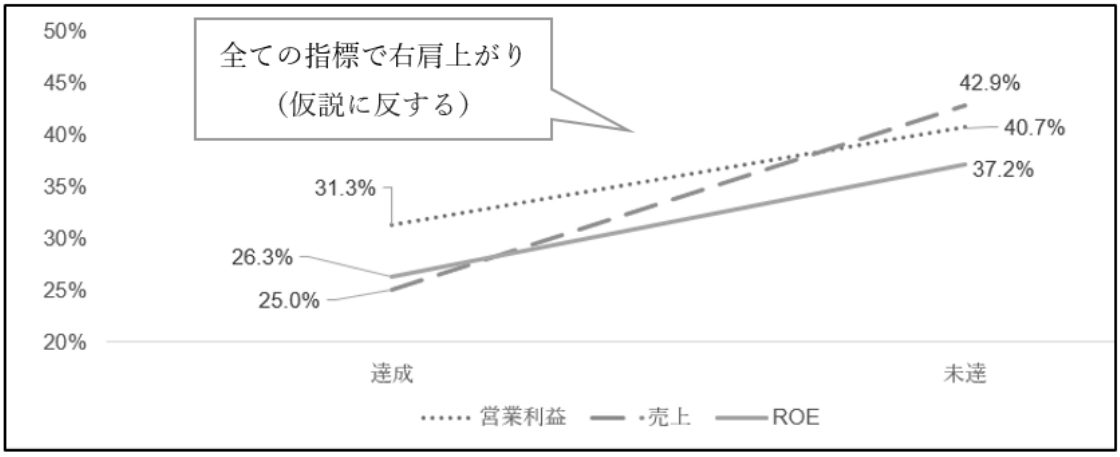
いるかで判断した。検証対象は、第6節と同様に、統合報告書の目次において「社外取締役メッセージ」とされている箇所である（社外取締役インタビュー等も同義として含む）。

仮説5を検証した結果は次のようになった。図表18は、3つの財務指標について、それぞれ中計目標を達成した企業と未達であった企業に分類したうえで、社外取メッセージに中計に関する記載があった企業の割合を示している。図表19ではより詳細に、各項目の実際の企業数を示している。

図表18・19より、いずれの財務指標においても、中計達成企業の方が、中計未達企業よりも、社外取メッセージにおいて中計に関する記述をしていないことがわかった。これは、仮説5「中計達成企業は、社外取メッセージにおいて中計に関する記載がある企業が、未達企業よりも多い。」に反する。

この結果の解釈として、第6節でのCEOメッセージと同様に、次のようなことが挙げられる。社外取メッセージでは、取締役会の実効性の検証や役員報酬、コーポレートガバナンスの体制など、中計以外にも記載する内容の候補が複数存在しているのにも関わらず、これらの話題について言及できるような進捗や内容が少ないために、苦肉の策として近未来の話である中計に紙面を割いているのではないかと考察する。

図表18　社外取メッセージにおいて中計に言及している企業割合



（出典：筆者作成）

図表19 社外取メッセージにおける中計の記述がある企業の数

		社外取メッセージにおける中計の記述がある企業の割合内訳		
		営業利益	売上	ROE
中計の数値設定	達成	5/16社	4社/16社	5社/19社
	未達	11社/27社	12社/28社	16社/43社
	大小	達成＜未達	達成＜未達	達成＜未達

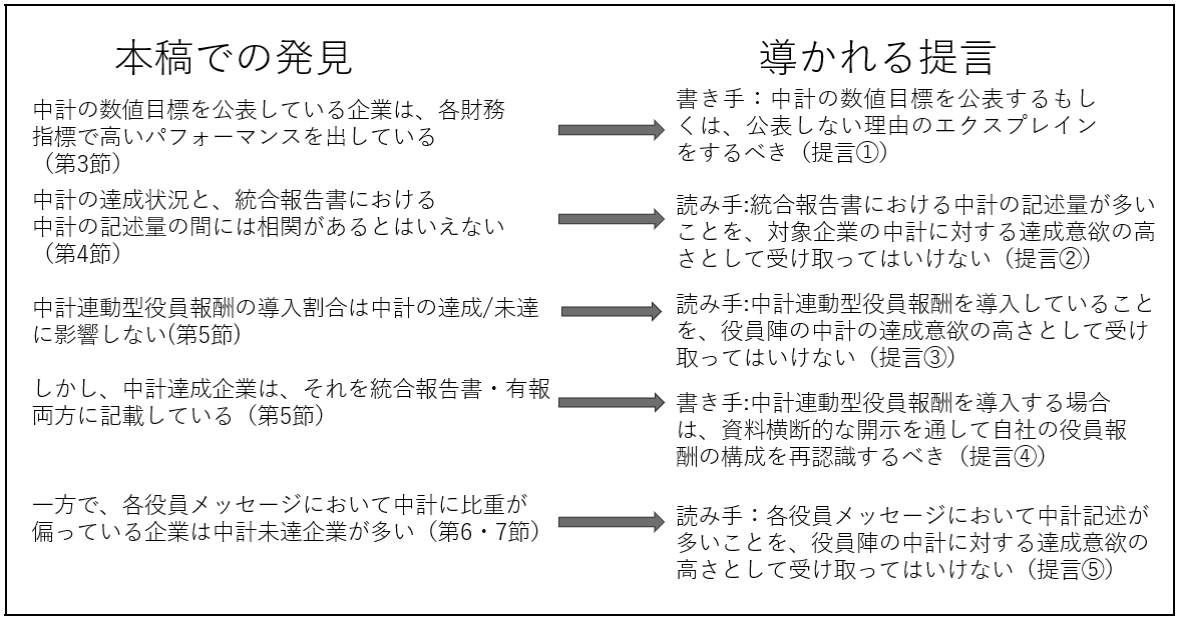
（出典：筆者作成）

（注）「5社/16社」とは、営業利益の中計目標を達成しかつ社外取メッセージに中計に関する記述が有る企業５社/営業利益の中計目標を達成した企業のうち社外取メッセージを統合報告書に含めている企業16社という事を指している。

第8節　まとめ

本稿では、中計の達成につながる統合報告書の開示の特徴を明らかにしたうえで、その検証結果によって、読み手/書き手双方に対する提言をすることを目的に検証・推察を行ってきた。この目的を達成するための統合報告書の開示内容と中計の達成状況を比較した分析を行う前に、前提として中計の数値設定をすること、各企業のパフォーマンスの向上につながっているのかを検証した。この検証の後、統合報告書における中計開示の特徴を明らかにするために、4つの観点での調査を行った。統合報告書における中計に関する記述量の割合・中計連動型役員報酬の開示・CEOメッセージにおける中計に関する記述量の割合・社外取メッセージにおける中計に関する記述の有無に関する調査だ。これらの4つの調査から明らかになった事実を受け、図表20にあるように提言が導かれる。

図表20　本稿での発見から導かれる提言



（出典：筆者作成）

図表20より、提言は次の通りである。

① 書き手は、中計の数値目標を公表するもしくは、公表しない理由のエクスプレインをするべき。

② 読み手は、統合報告書における中計に関する記述量が多いことを、対象企業の中計に対する達成意欲の高さとして受け取ってはいけない。

③ 読み手は、中計連動型役員報酬を導入していることを、役員陣の中計の達成意欲の高さとして受け取ってはいけない。

④ 書き手は、中計連動型役員報酬を導入する場合は、資料横断的な開示を通して自社の役員報酬の構成を再認識するべき。

⑤ 読み手は、各役員メッセージにおいて中計記述が多いことを、役員陣の中計に対する達成意欲の高さとして受け取ってはいけない。

最後に、本稿の貢献と課題について述べる。本調査では、日経225企業全ての完了している最新の中計の数値目標と中計開始年度の統合報告書の文字データをすべて手作業で収集し、大量のデータベースを構築することが出来た。また、そのデータベースを使用し、営業利益/売上/ROEの全ての数値目標において、同傾向の結果が出力されたことは、我々が明らかにした中計に関する開示についての発見の有効性を高めていると考える。

しかし本稿には2点の課題が残っている。1点目は、最新の完了した中計を調査対象としたために、現在、目標設定としての指標としてROICやPBRが着目されているといった、トレンドに沿った分析は行えなかったという事だ。2点目は、調査対象の企業である中計を発表し、かつその情報を中計初年度の統合報告書に掲載している日経225構成企業である183社に絞っていることだ。検証対象

をTOPIX500などに拡大することで、結果が変化する可能性は否定できない。

最後に、本稿では統合報告書における中計の開示という、研究対象として未開拓であった分野におけるさまざまな視点での検証を通じて、企業の中計開示に改善の余地が多く残されていることを明らかにした。これらの改善を通じて、企業の中計の数値目標に対する達成意欲を高め、中計を達成し、中計を軸とした効果的な経営改善を行うことができる企業が増えることを期待したい。

謝辞

本稿にあたり、匿名を条件としてヒアリングにご協力いただいた各上場企業IR,経営企画担当者の皆様には日本企業の中計について貴重なお話を伺うことができました。ここに深く感謝の意を表します。

参考文献

淺田一成・山本零(2016).「企業の中計経営計画に関する特性及び株主価値との関係性について―中期経営計画データを用いた実証分析―」,『証券アナリストジャーナル』, 第54巻第5号, pp.67-78

株式会社東京証券取引所(2021).「コーポレートガバナンスコード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」.
https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf

北平至・柿澤健一朗(2013).「中長期的な企業戦略のあり方について：投資家の機体を踏まえたあるべき姿」,『Mizuho Industry Focus』, 第126号, pp1-16.

齋藤卓爾・日野勇貴(2023).「社外取締役が中期経営計画に与える影響に関する実証研究」,『慶應経営論集』, 第39巻第1号, pp.171-188.

杉浦秀徳・浦野大介(2016).「企業価値向上を目指す中期経営計画の構造と今後のあり方」,『証券アナリストジャーナル』, 第52巻第12号, pp.18-29.

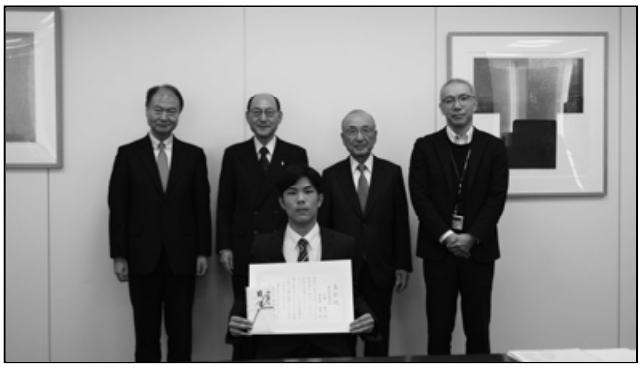
野村インベスター・リレーションズ株式会社(2023).「企業が行うＩＲ活動に関する調査 2022機関投資家・アナリスト向けアンケート」.
https://www.nomura-ir.co.jp/ja/research/institutional_investor/main/01/teaserItems1/0/linkList/0/link/2022.pdf

林寿和(2014).「中期経営計画の開示行為に対する株式市場の反応の検証 : 投資家は中期経営計画のどこを評価しているのか」,『企業会計』, 第66巻第7号, pp.144-153.

吉田栄介・藤田志保・岩澤佳太(2021). 「中期経営計画の特性と目標達成ー日経225企業を対象としてー」,『三田商学研究』, 第64巻第4号, pp.59-75.

「第15回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

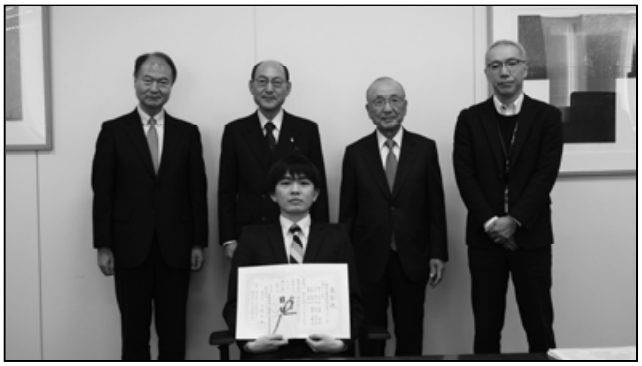
2023年12月21日（木）午前10時より、弊社において授賞式を開催し、部門Ⅰで佳作を受賞された仁藤 新太氏（冨士原 竜矢氏は欠席）、部門Ⅱで優秀賞を受賞された一橋大学商学部円谷ゼミナール3年Bチームの代表である佐藤 愛斗氏と金 娜延氏、ならびに佳作を受賞された一橋大学商学部円谷ゼミナール　3年チームAの代表である樋口 涼太氏に、表彰状の授与などを行いました。



受賞式では、はじめに、弊社取締役会長 上野 守生より挨拶、次いで、表彰状の授与へと移り、部門Ⅱで優秀賞を受賞された佐藤 愛斗氏と金 娜延氏に表彰状と懸賞金（30万円）の目録が、また部門Ⅰで佳作を受賞された仁藤 新太氏ならびに部門Ⅱで佳作を受賞された樋口 涼太氏に表彰状と懸賞金(10万円)の目録が、弊社会長 上野 守生よりそれぞれに対し贈呈されました。

その後、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学名誉教授）から、受賞論文に関するご講評をいただきました。

なお、優秀賞を受賞された一橋大学商学部円谷ゼミナール3年Bチームの皆様には、第85回ディスクロージャー基本問題研究会において研究内容を発表していただきました。



第16回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ
応募締切予定　2024年10月20日（日）

弊社では、2024年も「プロネクサス懸賞論文」を募集いたします。

日本の企業ディスクロージャー・IRをより効果的で効率的なものにする研究活動支援を目的に、学生、若手研究者、社会人等の方々から、研究レポートやご提案をいただき、資本市場の健全な発展に寄与していきたいと考えております。

なお、株式会社日本取引所グループおよび株式会社東京証券取引所に当懸賞論文の趣旨にご賛同いただきご後援をいただいております。

≪募集要項（概要）≫

・テーマ

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案」

ただし、実証結果を出すための実証分析は不可としますが、提案を補強するための実態調査、ケース分析を論文の一部に含めることは可とします。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とします。

・応募資格

【部門Ⅰ】

40歳以下（2024年10月20日現在）の日本在住の方。大学生・大学院生・研究者・一般社会人等。個人または2名による共同研究。

【部門Ⅱ】

同一大学の大学生（2024年10月20日現在）による3名以上10名以下のグループ（代表者1名と共同研究者の合計10名以内。XX大学XXゼミナール、XX大学XX研究会等のグループ名を明記すること）。

なお、論文・要旨・応募メールには、応募部門（部門Ⅰまたは部門Ⅱ）および執筆者名・共同研究者名を明記すること。

・懸賞金額

部門Ⅰ及びⅡともに最優秀賞50万円、
優秀賞30万円、佳作10万円

・応募規定

文字数、応募方法等に規定があります。詳細は弊社サイトをご確認ください。

・応募締切

2024年10月20日（日）当日消印有効(持参不可・応募先は下記参照)

・後援

株式会社日本取引所グループ
株式会社東京証券取引所

◎詳細は、弊社ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チームサイトをご覧ください。
(https://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/index.html)

お問合せ先

株式会社プロネクサス
ディスクロージャー企画業務推進部
調査研究チーム
懸賞論文係　小林・原口
E-mail：souken@pronexus.co.jp

★プロネクサス懸賞論文　受賞作品一覧★

開催回	受賞内容	氏名（敬称略）	所属	テーマ	受賞論文・講評掲載誌
第15回	部門Ⅰ 佳作	仁藤　新太 冨士原　竜矢	東北学院大学 経営学部 経営学科3年	有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示実態調査	**研究レポート第18号（本号）**
	部門Ⅰ チャレンジ賞 *特例	脇　一永	関西医科大学 医学部1年	企業のIRをより効率的にし、個性を際立たせるための提言 （要旨のみ掲載）	
		三浦　雅郁	関西医科大学 医学部6年		
	部門Ⅱ 優秀賞	佐藤　愛斗 井出上　拓矢 伊東　十萌 金　娜延 横地　遥	一橋大学商学部 円谷ゼミナール 3年Bチーム	日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言	
	部門Ⅱ 佳作	樋口　涼太 加藤　藍 宍戸　健人 白川　大智 永嶺　郁蒔 藤井　沙樹 渡邊　吉顕	一橋大学商学部 円谷ゼミナール 3年チームA	中期経営計画の達成と開示の関連性 -統合報告書を軸として-	
第14回	部門Ⅰ 佳作	近藤　奈帆	埼玉大学 経済学部4年	TCFD関連情報開示の実態とその効果	**研究レポート第17号**
	部門Ⅱ 優秀賞	金子　竜弥 西中　惠音 保田　遥華 清水　優志 羽鳥　怜 佐野　綾音 大澤　悠之介	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール3年	日本企業の決算説明会動画に関する実態調査 －決算説明会動画開示に対する改善提言－	
	部門Ⅱ 佳作	阿部　大星 菅沼　光騎 上田　隼太郎 大和田　叶夢 戸髙　璃玖翔 今井　英喜 小松　彩葵 藏本　聖哉 一瀬　颯介	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール3年	日本企業におけるスキルマトリックス情報開示の現状把握と改善提言	
第13回	部門Ⅰ 努力賞* *特例	池田　莉彩	法政大学 キャリアデザイン学部 4年	監査上主要な検討事項（KAM）の開示実態と課題　― 強制適用後のデータを用いた分析 ―	**研究レポート第16号** （優秀賞作品のみ掲載）
	部門Ⅱ 優秀賞	今村　遥香 天野　翔太 岡野　航大 小川　千穂 片柳　英鵬 加藤　海斗 細井　雄介 吉崎　伽音 渡邉　安理沙	一橋大学 円谷昭一ゼミナール	日本の社外取締役の報酬と能力・職責の問題提起と改善提言～米国及び主要国との比較調査～	

開催回	受賞内容	氏名（敬称略）	所属	テーマ	受賞論文・講評掲載誌
第12回	部門Ⅰ 佳作	君島　陽子	青山学院大学大学院 会計プロフェッション 研究科 （2020年3月修了）	わが国監査法人における監査アシスタント活用の現状と課題	**研究レポート第15号**
	部門Ⅰ 佳作	大箸　祐太	東京大学 経済学部経営学科4年	SNSを用いたバッド・ニュースの拡散戦略と株価反応への影響	
	部門Ⅰ 佳作	加藤　優美	埼玉大学 経済学部3年	上場子会社の完全子会社化における一般株主の利益保護と情報開示	
	部門Ⅱ	該当なし			
第11回	部門Ⅰ 優秀賞	天野　良明	京都大学大学院 経済学研究科	負ののれんの会計処理に関する提言 ―負の超過収益力との関連性の観点から―	**研究所レポート第14号**
	部門Ⅰ 佳作	今井　昭仁	神戸大学大学院 人間発達環境学研究科	報酬比率の開示の効果的な利用	
	部門Ⅱ 佳作	末吉　姫子 立山　利佳 松田　詩織 小西　瑞季 江浦　大地	北九州市立大学 経済学部 松本守ゼミナール	株主優待廃止とお土産廃止のアナウンスメント時におけるネガティブな情報効果を和らげる効果的なディスクロージャーに関する研究	
	部門Ⅱ 佳作	髙畑　智泰 柄澤　菜月 中村　奈生 森島　和奏 森田　ひなの	日本大学 商学部 川野克典ゼミナール 第10期Bチーム	決算早期化 ―決算早期化の有用性と実現に向けた新モデルの提案―	
第10回	優秀賞	遠山　幸世 濱崎　加奈子	一橋大学 商学部4年	取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言	**研究所レポート第13号**
	佳作	天野　良明	京都大学大学院 経済学研究科	のれんの規則的償却の是非に関する提言―会計基準のリアル・エフェクトの観点から―	
	佳作	黒﨑　菜緒 小野　晶絵	北九州市立大学 経済学部3年	株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の情報反映度を高めるか？―株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザインに対する提言―	
	佳作	小関　安伸 佐々木　美穂	東北学院大学 経営学部4年	統合報告書の開示実態調査 ―ガイドラインとCSR・サスティナビリティ情報に焦点を当てて―	
第9回	優秀賞	十見　元紀	東京経済大学 経営学部4年	IFRSにおける連結財務諸表の比較可能性の進展に向けて	**研究所レポート第12号**
		白井　文乃	東京経済大学 経営学部3年		
	佳作	佐々木　美穂 岡崎　琴音	東北学院大学 経営学部3年	取締役会実効性評価の開示実態と改善にむけた提言	
	佳作	岩田　聖徳	一橋大学大学院 商学研究科	機関投資家による議決権行使に係る開示の実態と影響―買収防衛策議案への投票データを用いた分析と提言―	
	佳作	野原　啓佑	東京大学 経済学部4年	取締役会および監査役会の特徴が経営者予想利益の精度に与える影響	

開催回	受賞内容	氏名（敬称略）	所属	テーマ	受賞論文・講評掲載誌
第8回	優秀賞	上坂　夏未 日江井　麻里	一橋大学 商学部4年	役員報酬上限設定の盲点	**研究所レポート第11号**
	優秀賞	花塚　勇矢 柳下　嶺	一橋大学 商学部3年	政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提言	
	佳作	青　柚希	法政大学 経済学部3年	個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果	
第７回	最優秀賞	上坂　夏未 日江井　麻里	一橋大学 商学部3年	日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言	**研究所レポート第10号**
	佳作	河野　直樹 岸本　実	一橋大学 商学部3年	日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか	
	佳作	中野　智絵	東京経済大学 経営学部3年	銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案	
		横田　眞奈弥	東京経済大学 経営学部2年		
第6回	優秀賞	高崎　祥徳 野中　菜央	一橋大学 商学部4年	役員報酬開示の実態と有用性向上への提言	**研究所レポート第9号**
	佳作	栗田　奈津希 宮内　拓郎	北九州市立大学 経済学部3年	どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか ―SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究―	
	佳作	松尾　剛行	桃尾・松尾・ 難波法律事務所 弁護士	金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の意義	
第5回	優秀賞	円谷　昭一	一橋大学大学院 商学研究科 准教授	外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR	**研究所レポート第8号**
	佳作	井上　隆文	東京大学大学院 経済学研究科修士2年	IFRS基準に基づいて作成された有価証券報告書を利用するにあたっての問題点	
	佳作	飯尾　英晃	京セラ株式会社 経理部	包括利益と表示通貨の選択問題の考察	
第4回	優秀賞	鈴木　智大	亜細亜大学 経営学部 専任講師	業績予想の開示戦略と経済的帰結	**研究所レポート第7号**
	佳作	飯泉　潤	東京経済大学 経済学部4年	有価証券報告書における情報開示の課題と改正案 ―第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望―	
		木村　大樹	東京経済大学 経営学部4年		
第3回	優秀賞	金　鉉玉	東京経済大学 経営学部 専任講師	リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に向けた新たな視点 ―ディスクロージャー制度の次なるステップへの展望―	**研究所レポート第6号**
		安田　行宏	東京経済大学 経営学部 准教授		
	佳作	加藤　良治	一橋大学 商学部3年	マネジメント・アプローチがセグメント情報の開示に与えた影響	

開催回	受賞 内容	氏名 （敬称略）	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第2回	佳作	國見　真理子	慶應義塾大学大学院 商学研究科修士課程	日本の資本市場における非財務情報ディスクロージャーに関する一考察 ―効果的なＣＳＲ情報開示に向けたルール作成の必要性について―	**研究所 レポート 第5号**
	佳作	宮川　宏	専修大学大学院 経営学研究科 博士後期課程	経済的実質セグメントを機軸とした新たなディスクロージャー	
第1回	優秀賞	円谷　昭一	埼玉大学 経済学部准教授 日本IR協議会客員研究員	事業セグメント情報にみるディスクロージャー制度の展望 ―IRを踏まえた基準作成の必要性―	**研究所 レポート 第4号** （優秀賞作品のみ掲載）
	佳作	山﨑　麻美 郡司　麻未	成城大学 経済学部3年	気候変動関連情報の投資家向け開示をめぐって―国際的な開示フレームワークとの関連を中心に―	

受賞論文・講評掲載誌『研究レポート』のバックナンバーは、「ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト　https://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/2024.html　からご覧いただけます。

ディスクロージャー基本問題研究会　活動報告

ディスクロージャー基本問題研究会は、ディスクロージャーを巡る諸問題・論点を調査研究するための常設の研究会として、2007年3月に当部内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に取り上げて外部講師なども招いた研究報告会を行い、知識の蓄積を図るとともに、その成果等を必要に応じて広報または提言していくことを目的としている。2023年においても、様々な分野の方を講師に迎えて研究会を開催した。

研究会の委員は、複眼的な討議が行われるよう、研究者、公認会計士、事業会社というディスクロージャーに関わる様々な立場の方々に委嘱している。ご多忙の中、座長・委員の方々にも積極的にご参加いただいており、厚く御礼を申し上げる次第である。

第82回ディスクロージャー基本問題研究会
日時　2023年2月10日（金）14：00～15：30
議題　「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査－決算説明会動画開示に対する改善提言－」

第14回プロネクサス懸賞論文で優秀賞を受賞した作品「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査－決算説明会動画開示に対する改善提言－」について、獨協大学経済学部 松本ゼミナールの大澤　悠之介氏、金子　竜弥氏、佐野　綾音氏、清水　優志氏、西中　惠音氏、羽鳥　怜氏、保田　遥華氏による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

本論文の目的は、日本企業によるIR（投資家向け広報活動）の1つである、決算説明会動画の開示状況について調査し、決算説明会動画をホームページ上で開示（配信）している企業の特性を分析することで、日本企業の決算説明会動画の効果的な開示方法およびその開示内容を模索することにある。

米国企業を対象としたカンファレンスコール（Conference Call：電話会議）に関する研究の蓄積は多く、特にカンファレンスコールでの質疑応答の内容について詳細な分析が行われている。日本の決算説明会（動画）においても質疑応答のパートがある企業も相当数存在しているものの、そうした点については学術的に取り上げられてこなかったため、大きなリサーチギャップがあると考えている。本論文はそのリサーチギャップを埋める意義がある。本論文は日本企業の決算説明会での質疑応答の質問個数やプレゼン人数の決定要因についても分析しており、私たちが知る限り、このような点を分析した初めての研究と考えている。

本論文は、日本企業の決算説明会を対象とした研究や米国企業のカンファレンスコールに関する研究を参考にしながら、TOPIX1000構成銘柄を対象にして、①日本企業による決算説明会動画の特徴（再生時間、登場人物、目次の有無など）を定量的に調査し、②決算説明会での質疑応答でどのような質問が飛び交っているのかを調査し、③決算説明会動画開示企業（英語版も含む）の企業特性（コーポレート・ガバナンス構造など）を回帰分析によって明らかにしている。概して、コーポレート・ガバナンス構造（取締役会規模、取締役会の独立性、取締役会の多様性）が厳格な企業ほど決算説明会動画を開示している傾向があること（特に女性役員や機関投資家の存在が大きい）を発見している。

本論文は、私たちの調査・分析によって明らかとなった点を踏まえて、日本企業の決算説明会動画の開示方法・内容について大きく5つの観点から改善提案を行った。

第83回ディスクロージャー基本問題研究会
日時　2023年3月27日（月）14：00～15：30
議題　「企業内容等の開示に関する内閣府令等改正の解説～サステナビリティ開示の導入等～」

「企業内容等の開示に関する内閣府令等改正の解説～サステナビリティ開示の導入等～」について、講師による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

2023年１月31日、「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」が公布・施行され、2023年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用されることとなった。これは2022年6月に公表された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告において、「サステナビリティに関する企業の取組みの開示」、「コーポレート・ガバナンスに関する開示」などに関して、制度整備を行うべきとの提言を踏まえた有価証券報告書及び有価証券届出書の記載事項について改正を行うものである。

サステナビリティ開示を巡る背景として、日本では従来TCFDに基づく自主開示が積み上げられてきた。一方、世界的には国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）がISSB基準の策定を進めており、それに対して日本はサステナビリティ基準委員会（SSBJ）を新設して意見発信を行っている。金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループで提言された有価証券報告書等におけるサステナビリティ情報開示は、ゆくゆくはSSBJが策定する日本向けのISSB基準が取り入れられるものと考えられている。

有価証券報告書等に導入されるサステナビリティ開示には、新設の「サステナビリティに関する考え方及び取組」および記載事項が追加された「従業員の状況」がある。前者はサステナビリティ全般に関する開示であり、「ガバナンス」及び「リスク管理」については全ての企業が開示し、「戦略」及び「指標及び目標」については各企業が重要性を判断して開示することとされている。また、後者は人的資本、多様性に関する開示であり、女性管理職比率、男性育休取得率、男女間賃金格差の記載が追加された。

なお、サステナビリティ情報に関する開示については、金融庁よりこれまで複数回にわたって好事例が公開されている。また、今回の改正にあわせてパブリックコメントに対する金融庁の考え方の概要が公表されており、開示に関するポイントが示されている。

コーポレート・ガバナンスの状況に係る改正では、取締役会等の機能発揮の観点から、有価証券報告書等の「コーポレート・ガバナンスの状況」に「取締役会等の活動状況」等の記載欄が新設され、取締役会、指名委員会・報酬委員会等の活動状況、内部監査の実効性を確保するための取組み、政策保有株式の発行会社と営業上の取引、業務上の提携をしている場合の説明についての記載が求められている。

第84回ディスクロージャー基本問題研究会
日時　2023年7月10日（月）14：00～16：00
議題　ASBJ「リースに関する会計基準（案）」等に対する意見表明について

2023年5月2日に企業会計基準委員会(ASBJ)より公表されたASBJ「リースに関する会計基準（案）」等に関して討議し、意見書をとりまとめた。同意見書は7月27日にASBJに提出した。

〈ディスクロージャー基本問題研究会 メンバー〉

座　長	黒川　行治	産業経理協会会長、慶應義塾大学 名誉教授、当部顧問
委　員	相浦　宏	日本板硝子株式会社 経理部アジア統括部兼経理部部長（日本）
委　員	浅見　裕子	学習院大学経済学部 教授
委　員	上田　晋一	成城大学経済学部 教授
委　員	大塚　成男	熊本学園大学大学院会計専門職研究科 教授
委　員	金子　裕子	公認会計士
委　員	小林　伸行	名古屋商科大学大学院 教授、公認会計士
委　員	円谷　昭一	一橋大学大学院 教授
委　員	中條　祐介	横浜市立大学国際商学部 教授
委　員	山岡　信一郎	株式会社ヴェリタス・アカウンティング 代表取締役社長、公認会計士
委　員	山田　周平	JFEホールディングス株式会社 財務部長
顧　問	新井　武広	前 会計教育研修機構 代表理事専務、公認会計士
顧　問	川村　義則	早稲田大学商学学術院 教授
顧　問	小宮山　賢	早稲田大学大学院経営管理研究科 教授
顧　問	多賀谷　充	青山学院大学大学院 教授

研究会事務局

（2023年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順）

2023年 ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム活動記録

年　　月　　日	活　動　内　容
2023年2月 6日	『研究レポート　第17号』を刊行
2月10日	第82回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査－決算説明会動画開示に対する改善提言－」 （懸賞論文の優秀賞受賞作品） 講　師：獨協大学経済学部 松本ゼミナール3年 大澤　悠之介氏、金子　竜弥氏、佐野　綾音氏、清水　優志氏、西中　惠音氏、 羽鳥　怜氏、保田　遥華氏
3月27日	第83回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：「企業内容等の開示に関する内閣府令等改正の解説～サステナビリティ開示の導入等～」
7月10日	第84回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：ASBJに対する意見表明検討会 「リースに関する会計基準（案）」等

編集後記

◇今回の懸賞論文受賞作品は、部門Ⅰが佳作１本、チャレンジ賞1本、部門Ⅱが優秀賞１本、佳作１本に決定した。今回の応募は６件であり、ほぼすべてが学部生からの応募であった。また、チャレンジ賞に選ばれた作品は、従来にない分野からの応募であったことが注目に値する。今後も幅広い研究者や作成からの応募を期待したい。

研究レポート　2024　第18号

2024年2月発行
ⓒ編集・発行　ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム
株式会社プロネクサス
〒105-0022
東京都港区海岸1-2-20　汐留ビルディング5階
代表メールアドレス：souken@pronexus.co.jp
電話：03-5777-3032

※本報告は、当部の著作物であり、著作権法により保護されております。
当部の事前の承諾なく、本報告の全部もしくは一部を引用または転載、複写等により使用することを禁じます。

研究レポート

株式会社プロネクサス
ディスクロージャー企画業務推進部

PRONEXUS.E1701.2024.2(200)

FSC
www.fsc.org
ミックス
責任ある木質資源を使用した紙
FSC® C013080