

## 非財務情報可視化研究会（第1回）

日時：令和4年2月1日（火）15：00～17：00

場所：合同庁舎第4号館共用第3特別会議室

### 1. 議事

- (1) 開会
- (2) 非財務情報の可視化について
- (3) 閉会

### 2. 出席者

#### 【座長・構成員】

- 伊藤 邦雄 一橋大学CFO教育研究センター長
- 井垣 勉 オムロン株式会社執行役員グローバルインバスター&ブランドコミュニケーション本部長兼サステナビリティ推進担当（オンライン）
- 井口 譲二 ニッセイアセットマネジメント株式会社チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー執行役員統括部長
- 江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社インベストメント・スチュワードシップ部長
- 小林 いずみ VRF理事（オンライン）
- 三瓶 裕喜 アストナリング・アドバイザー合同会社代表
- 竹ヶ原 啓介 株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所エグゼクティブフェロー（オンライン）
- 谷口 岩昭 株式会社リクルートホールディングス執行役員
- 福本 拓也 株式会社産業革新投資機構取締役CSO
- 堀本 善雄 金融庁総合政策局審議官
- 前田 翔三 経済産業省経済産業政策局企業会計室長
- 溝内 良輔 キリンホールディングス株式会社常務執行役員
- 森 洋一 公認会計士（VRF統合報告フレームワークボード・メンバー）

#### 【新しい資本主義実現会議有識者構成員】

- 渋澤 健 シブサワ・アンド・カンパニー株式会社代表取締役
- 富山 和彦 株式会社経営共創基盤グループ会長（オンライン）

#### 【オブザーバー】

- 廣川 斉 金融庁企画市場局企業開示課長
- 川西 安喜 SSBJ設立準備委員会委員長

#### 【事務局】

- 新原 浩朗 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局長代理
- 三浦 章豪 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局次長

### 3. 内閣官房、経済産業省、金融庁より、資料1～4に沿って説明。

(意見の概要(順不同))

- 具体的な開示情報の検討に先立ち、まず社会・企業の持続性の観点から取り組むべき「経営の重要課題」、いわゆるマテリアリティ分析とそれに基づく開示・コミュニケーションが重要。中でも、非財務情報を含む企業情報の開示・発信はステークホルダーエンゲージメントの一環であり、自社の存在意義・パーパスや事業戦略に即した開示が特に重要。昨年度は、外部ステークホルダーの関心度および企業理念・事業戦略に照らした評価を基に、2030年の社会像と自社のあるべき姿からバックキャストする形で経営の優先課題を統合報告書に掲載した。現在、人的資本に関する内容も含めKPIを設計・検討している。機関投資家への情報発信においては、今後は非財務施策がどのような財務インパクトをもたらしているか非財務と財務の相関、因果関係も明らかにする必要もあると考える。
- 有価証券報告書における非財務情報の開示に関しては、第一に開示の量ありきではなく、中長期的な企業価値に影響を及ぼす内容が開示されるべき。企業において各非財務情報がどのように企業価値に影響を及ぼすかを検討し、その相関の説明も含めて開示するプロセスが重要。第二に、非財務情報収集プロセスの効率化および信頼性の確保が重要。データの信頼性は確保しつつもデータ収集プロセスを抜本的に合理化することが必要。これら2点を可能とする企業の体制づくりが不可欠であり、任意開示資料も含めた「基本となるメッセージの一貫性」と、それを踏まえた各報告書の目的と意義の明確化を、企業内ワンチームで行う必要がある。
- 任意開示は、投資家等にとっての価値を高めるものであると同時に企業の持続的な価値創造サイクルに結びつくものであり、内容の規範性と独自性のバランスが重要。
- 規範的な項目については、国際的な非財務情報開示のフレームワークや基準の制定・適用が急速に進んでいるが、特に人的資本を中心とした指標にグループ・グローバルでの情報開示についていくつかの対応上の課題が生じている。例えば、人的資本の情報開示項目として安全衛生関係の指標や労働組合の組織率といった内容があるが、これらの指標はその国における安全衛生や労働の法制に大きく影響を受け、グローバルに画一的・統一的な把握が困難。人的資本については他の指標以上に各国の法制に依存する項目が多く、これらの状況を配慮した設計が重要。また、SASBは、セクターごとの開示基準ガイドラインを設けているが、コングロマリットにとっては、一つのセクターに基づいて開示を行うことは事業の実態との乖離が大きいことから、企業自身に適する開示項目を選択する自由が今後も確保されることが望ましい。
- 企業独自の項目については、独自性のある項目であるからこそ他の価値指標の関連性が重要。マテリアリティ分析において、企業独自の価値創造ストーリー・KPIを示すとともに、無形資産施策と財務指標との繋がりを示し、投資家等のステークホルダーに対して丁寧に説明していくことが重要。
- 無形資産施策・投資がいかに持続的な価値創造に繋がっているかを、企業が定量的・定

性的に説明して投資家との意思疎通を図っていくことにより、戦略的な無形資産投資の配分が可能になる。また、地域・社会・顧客といった多様な外部のステークホルダーに対し、広報・宣伝活動も含む多様なコミュニケーションのチャンネルがある。さらに内部のステークホルダーとして、従業員、パートナー企業も重要であり、それぞれに対して経営からの一貫性あるメッセージの発信が求められる。特に「人財」の資産価値はエンゲージメントにより大きく変化するものであり、インターナル・コミュニケーションが持続的な価値創造力の強化という点で重要。これらの要素も考慮した情報開示を検討すべき。

- 企業価値向上の観点から非財務情報を財務情報とともに開示することは非常に重要であり、統合思考に基づき長年注力。実際にどのように開示しているかを3つの観点で説明。
- 第一に、任意開示や法定開示における非財務情報の活用について、早い段階からIIRCのガイドラインを参照して統合レポートを発行しており、特にオクトパスモデルを使ったインプット、アウトプット、アウトカムストーリーは投資家から大変高く評価されている。加えて、現在は統合レポートのみならず、有価証券報告書、株主総会招集通知の中で記載する事業報告の中も価値協創ガイダンスに基づいた一貫したストーリーでそれぞれのステークホルダーに合わせた形で会社の財務情報、非財務情報を展開している。
- 第二に、投資家との対話について、グローバルなESGのアセスメントへの対応のため、ホームページ上のデータはGRIスタンダードに準拠した形で開示を行っている。
- 第三に、顧客対応の観点で、特にヨーロッパを中心に、環境や人権に関する非財務情報あるいは実態を伴った取組が取引をする上での必須の前提条件になってきている。CSRDやSFDRに関しては21年度から義務化されていることもあり、資本市場のみならずステークホルダーエンゲージメント全体で対応は待ったなしになってきている状況。
- これらの観点の中で、人的資本をいかに伝えていくかという課題感を持っており、新しい中期経営計画の中で具体的なKPIの設定を含めて特に注力する予定。時期が来たらこの研究会の中でも紹介したい。
- 第一に、非財務情報の見える化の在り方については、人的資本の測定は非常に難しい中で、人的資本そのものを測定するというより投資家が将来キャッシュフローや企業価値を予測・算定する際に有用な情報が開示されることが必要ではないか。このような財務会計の基本的な考え方と一貫した考え方に基づいて開示された非財務情報により、投資家は財務・非財務情報を統合して中長期的な投資判断を行うことが可能になる。開示が必要な情報としては、人材版伊藤レポートや他の委員の意見の通り、企業価値向上のための経営戦略の実現に必要な人材や現在の人材ポートフォリオとのギャップを埋めるための施策が重要。投資家の理解度向上の観点からはこれらの情報をストーリーを持って説明し、進捗をKPIを用いて説明することが必要。資料3の38頁以下の三井化学の事例や41頁以下の旭化成の事例は非常に興味深い。開示様式も重要。資料3の37頁の英国の人的資本に関する報告書やIFRS財団のプロトタイプ、欧州の開示様式を見てもTCFD

で用いられているガバナンスから始まる4つの柱が用いられている。この4つの柱が今後グローバルでも投資家と企業間の共通のコミュニケーションプラットフォームになっていくと思うので、こうした様式で開示していくというのが望ましいのではないかと。

- 第二に、有価証券報告書の開示の在り方については、人的資本政策を含め、企業価値あるいは投資判断に関わるサステナビリティ事項は有価証券報告書に開示されるべき。任意報告書は有価証券報告書に記載された情報の理解度を向上させる観点で非常に意味がある。任意報告書では、資料3の43頁のエーザイの事例のように、企業の創意工夫で企業の特徴を際立たせるといった情報を開示するという手法もある。
- 第三に、国際的なフレームワークとの整合性について、資本市場がグローバルでつながっている以上、国際的フレームワークの尊重は重要。企業価値に焦点を当てる点で思考が一致するIFRS財団やSASBなどの国際基準との整合性が重要であり、このような国際基準と開示様式や考え方を揃えることは日本の資本市場の発展やガラパゴス化の回避にとって重要ではないか。KPIについても、国際的な開示の方向性を見ると、企業独自のKPIと比較可能性を求めるKPIの2種類が求められるのではないかと。産業別、あるいは人的資本の場合はかなり多くの産業で共通的なものになるかもしれないが、こうしたKPIも企業独自のKPIとともに重要ではないか。
- スチュワードシップ活動の中で、日本市場・海外市場の共通の視点として、長期の企業価値において重要な要素は何かを重視。その中で人的資本に関わる部分が肝になると言っても過言ではない。従業員エンゲージメントの状況、組織文化、ダイバーシティーといったテーマに加えて、経営レベルの人的資本も非常に重視。例えばDX戦略を進めていく会社でDX人材がいるかなど企業戦略と整合的な形で人材が確保できているか、ギャップとそれを埋めるための取組（社員や経営幹部のリスクリングなど）の状況を長期の観点から把握したいと考えている。
- 一方で、重視する人的資本の内容は地域ごとに異なる。例えば米国では近年人種問題が社会問題となったことから、米国市場の担当チームでは企業がどのような対応を実施しているか、その対応が社会から受け入れられるかという点について対話を実施した。他方、同じことを日本では実施していないが、それは人種問題が重要ではないからというわけではなく、社会情勢や企業の状況に応じて人的資本の中でも重要性や優先順位は異なるため。何が重要かは時代や地域によって多様性があり、かつ、変わり得ることに留意しつつ、最も重要なテーマについて対話や情報発信が行われることを投資家として期待している。したがって、このような柔軟性を許容するフレームワークを整備すべきではないか。柔軟性の確保と比較可能性のバランスは重要な論点になるが、比較可能性の観点も、運用戦略によって考え方が大きく異なる。例えば、400社程度であれば、会社と年数回お会いして、その会社を定点観測し、時系列を追ってビジネスモデルや歴史を理解した上で分析をすることが可能であるが、何千社を対象にクオンツ的なアプローチで投資する運用戦略の場合、一社ずつ丁寧にみることは難しく、比較可能性が担保された

データの開示が望ましい。投資家によって時間軸や対象銘柄数、調査項目、重視するポイントは大きく異なるのでどこに焦点を合わせていくか意識しながら議論すべき。

- 人的資本開示について、それぞれの企業あるいは産業、事業規模によって人的資本の課題や活用についてどのように開示するかは異なってくるのではないかと。
- 事業戦略、価値創造ストーリーの文脈との整合性が重要なポイント。リスクとリターンを念頭に置きながら、人材に関してどのような課題があるのか、人材をいかに活用していくかを、投資家の判断に十分な情報になるように開示していくことを考えていく必要。よって一律に同じ項目の開示を要求するのは現実的ではなく、いくつかの大きな分類項目の中でそれぞれの産業や企業に自由度を持って開示をしてもらうこと、例えば労働環境や安全、人材育成や労働力の問題などいくつか大きな項目をつくり、その中で企業あるいは産業ごとで比較可能な項目の開示を選んでもらうことが現実的ではないか。その際、海外投資家の存在や企業の国際性を踏まえ、日本固有の問題にこだわりすぎず、海外の議論についてももしっかり見ていくべき。日本固有の問題も当然開示の対象にするにしても、海外の目線も上手く合わせていく開示のフレームワークが望ましい。
- 非財務的な情報の見える化をどのように図るべきかについて、「人的投資は費用ではなく資産」といった表現があるが、実は難しい問題。第一に、費用を資産化することの利点は過年度に支出した費用又は投資額が資産として残り、過去からの積み上げが可視化される。第二に、費用を資産化することで投資効果が発現するまでの期間や追加投資をしなければその投資が減衰してしまう期間はどのくらいかを考える必要が出てくるため、投資効果や投資回収を明確に意識することにつながる。第三に、資産には時間とともに減価する資産と時価評価がふさわしいような成長する資産の大きく2つのタイプがある。人的資本は前者ではなく後者であると考えられる場合、成長する資産になるためにはどうすればよいかを考えることが大前提にないと「人的投資は費用ではなく資産」ということは議論できないのではないかと。それを踏まえずに機械的に資産化してしまうと、その資産から成果が生まれていない場合に減損処理をせざるを得ないということになる。また「無形資産投資の充実」という表現があるが、これはインプットの充実と聞こえる。しかし、投資家はあくまでも現実的にアウトカムを追う。アウトカムは財務的なものも非財務的なものもあるし、インプットがないとアウトカムも出ないが、重要なのはインプットの充実のみを強調するのではなく、十分なアウトカムを生み出す仕組みとそれに必要なインプットにコミットするというメッセージではないか。
- 制度開示について、大事なポイントが2種類ある。1つ目は、IS030414などの国際的な開示要求事項のように人的資本の状態を示すもの。人的資本の切り捨てや搾取をチェックするために開示させている部分が相当強いため、国際基準に沿っていないと日本の会社は何をやっているのだということになる。2つ目は、経営の意思でどのように人的資本を育てていこうとしているのか。これは会社ごとに個性があってよい。特に日本で大事なものは、DXやGXが必要となる中で、経営陣、従業員の気持ちと一緒にいること。

経営陣がどのような意思・背景で従業員の動機づけをして自信を持たせて、一緒になって変革に取り組んで行くか、投資家に見せるのではなく社内で変革を実現することを目的として行動して、一部でも良いので投資家に見せて語っていただくことが一番大事。データである必要は必ずしもなく、ストーリーとして語ることも十分にあり得る。

- 任意開示ではどのような非財務のインプットから非財務・財務のアウトカムにつなげるかという点がより重要。例えば異業種や部門間の交流、サプライチェーン上の他社への社員の派遣というインプットにより、社員が動機づけられて活性化し、新しいアイデアやビジネスモデルが生まれることは非財務的なアウトプット。顧客との協業関係の形成は非財務的なアウトカムであり、そこが収益になって成長するというのが財務的なアウトカム。こうした流れや考え方を説明してもらえると、投資家はそれを試算し、どういう価値を生むか描いていく。
- 人への投資、人へのお金の流れを促進する観点から、開示のフレームワークや指針、ルールをある程度規範的に分かりやすく示していくことが重要。重要な論点として、第一に、総花的にならないよう、個社として企業価値にインパクトを与えると考えられる重要なアイテムやポイントに絞っていくことが大事。第二に、比較可能性の観点からある程度定量的な指標を出していくことが大事。第三に、国際的な基準との整合性は大事だが、我が国として大事に思うポイントという独自性の部分も大事。特に米国ではエグゼクティブレベルのリーダーシップデベロップメント、タレントデベロップメント、コンペンセーションが重要だが、本研究会では従業員全体を視野に入れたある程度日本的なアプローチを考えていくことも必要ではないか。具体的には、教育訓練や衛生・安全・健康、従業員エンゲージメントが定量的な指標になってくるだろう。人的資本のお金の流れとして向かうべき人材のターゲットがリーダーシップ層か、中間管理職か、それとも従業員全体かが非常に重要なポイント。
- 会計原則の話と整合させると、どうしても資産計上の妥当性や耐用年数といった議論になってしまう。会計原則とは切り離して、より柔軟性のある議論をしていくべき。
- 一連の議論を聞いて思い出すのは環境の話。環境会計を続けても、費用の分離と集計は簡単だが便益を計測できないため費用便益分析ができずやっても意味がない、あるいは費用の積み上げになってしまうため社内で全く評価されず、マネジメントの対象にもならないという時代が長く続いた。その後、マテリアルフローコスト会計や原価計算にはねるような仕組みが入ってきて、徐々にマネジメントの対象となり、最終的にはTCFDで完全に財務情報化されたと理解。当初は全く企業価値や財務情報につなげられないと思っていた要素も、今はすっかり統合されてきている。人的資本の話もその流れの延長にあると思っているが、知的資本や人的資本の話になると、企業価値そのものになるので、より本質的な評価が必要になってきて難しいテーマだと感じている。ルールもISOを含め変わってきており、先駆的な企業の事例も積み重なっている中で、改めて競争力の源泉として人的資本をどう評価するかという議論をする価値は大きい。

- 方向性としても、規範的に人的資本の何たるかを計測していくアカデミックな方向性もある一方、現実的には個別性が大きいことを踏まえ投資家とのコミュニケーションの議論として整理していく、例えば業態によっては知的資本や制度資本、設備資本と一体化した人的資本の価値もあると考えられるが、こうした個別性について議論できるようなフレームワークを打ち出していくという2つの方向性があると思う。
- ベンチャーファンドで価値協創ガイダンスに基づいたESG投資評価をすべての投資案件で行っている。ここでは投資対象企業のリスク評価や、今後の成長に何が必要かを評価することが目的。その中でも人的資本については、経営人材、マネジメントの評価が最も重要と考えている。また、投資対象企業が採用をして体制をつくるという成長段階にあることから、どのような人材を採用・維持できるのかといった点を明確に評価している。また、人的投資の時間軸やリターンにフォーカスして議論をしている。グローバルという視点、大企業における開示という視点もあるが、こうした成長段階の企業ほど、今後の成長に何が必要かということ意識している。他の委員のコメントの通り、投資戦略によって重点を置くところは随分違うと思う。
- 個々のフレームワークが時を経て傾向をどんどん強めているという印象。例えばGRIやSASBはどんどん細分化している印象。英国は徹頭徹尾、投資家にとってはこれが重要という柱は押さえた上でかなり深めていっているという印象。我々も自由度と深みを持った議論と、一方で外さない柱があるというような議論ができると良いのではないかな。
- 国際的な基準策定の動きへの対応及び貢献について、日本としてどのように貢献するかが非常に重要。人的投資をビジネスモデルの展開と結びつけ、できれば具体的な指標を伴って開示できるかという点については、国際的にも試行錯誤がまだ続いている状況。この点について議論を深化できれば国際的な議論への貢献や発信ができるのではないかな。他方、国際的に先行的に議論されているフレームワークや様式、あるいはKPIについては、日本企業から見ると企業価値向上というよりレピュテーションリスク管理の文脈もあるが、一定の目配せが必要。
- 資料2の中に「投資家からの評価や対応・エンゲージメントについて課題を感じている」という点があったが、日本の機関投資家もグローバル市場において今後運用を積極化していかなざるを得ない状況にあるので、非財務情報の活用はこうした機関投資家にとってもますます重要になってくるだろうという問題意識を持っている。一方、機関投資家もコストをかけてこれらの情報を活用するので、効率的にモニターができるかという点での工夫はどうしても必要になってくるだろう。
- 指針・フレームワークについて、本研究会のアウトプットとしてどのようなものであれば経営者に手に取っていただき経営の問題にまで立ち戻って考えていただけるか、どういった姿形、メッセージ性のあるものが望ましいか今後ご議論いただきたい。
- 指標について、投資家がリスク判断をする上で最低限押さえるべき指標もあれば、グロース、成長戦略に深く関係する指標もある。さらに、社会固有性や時代固有性、地域固有

有性、業種固有性、個社固有性と色々あるが、これらについて多くの方に最大公約数的に参考にしていただけるような分類が可能か、それが投資家の方に一定の納得感があるものにできそうか等について御知見をいただきたい。

- 非財務情報の中でも気候変動についてはグローバルスタンダードがあり、かつ、アウトプット、アウトカムについてもグリーンハウスガスの排出量や原単位当たりの水使用量などが強く結びついているので対応がしやすい。一方、人的資本は個別指標の説明力が極めて少ない。グリーンハウスガスの排出量が気候変動のかなりの部分の説明力があるのに対し、例えば従業員エンゲージメントは確かに説明力が大きいがそれだけで利益への貢献を説明することは非常に難しい。そのため、その部分は企業固有のストーリーを定性も交えて説明する形をとっている。オムロン社では多くのKPIや指標を開示されているが、外から見て一番インパクトがあるのはTOGAの参加件数がどれだけ伸びているか、1人当たり何件やっているか、どういうプロジェクトが生まれてきているかといったストーリー。当社も人的資本については規定演技的な部分は定量的にグローバルスタンダードに沿って開示し、加えて個社の価値創造についても説明するというところで取り組んでいる。
- 大前提として、社会環境やビジネスモデル、目指していく方向性によって、求められる人材構成や人的資本の状況はかなり違ってくる。人材像は個人の能力や人的な資質にフォーカスが当たりがちだが、例えばダイバーシティーや流動性、組織内外の人材構成やネットワークも含めた広義の人的資本像をイメージしていくべき。
- 統合報告書の実務を見てみると、ビジネスモデルの転換を訴える企業はとて多いが、目指すビジネスモデルに対して、現在の人材構成や、ネットワーク、人的資本の状況が合致しているか、何に課題があり、どう転換していく必要があるかの議論をできていないケースがまだまだ多いと感じている。
- ストックとフローの関係性は重要。ストックとフローで説明すべきことやストックとフローの相互関係は何か。例えば、現在の状態と目指すべき状態がストックで、その間をつなぐものとしてフローがあるとすれば、そのフローの部分、例えば人的投資にかかる費用を細分化して定義していくことも必要だろう。両者の関係性をしっかりと整理し、理解した上で報告が実践される形は必要。
- 指標については、人的資本という大きな枠の中で、流動性、多様性、能力開発、人権、労働環境等の主要なテーマについてしっかりと定義をした上で、重要課題を報告する際にどのような指標を選択するのか、指標を規定すべきところ、企業の裁量や自由度を反映すべきところはどこかを整理していくことが重要。
- 制度開示と任意開示の問題について、非財務情報を制度開示の中で企業、経営者、取締役会の責任の下でしっかりと語り、開示された情報を投資家、株主が活用していくという基本的な原則を徹底することは、コーポレートガバナンスの観点からも、投資家保護の観点からも不可欠。ビジネスモデルや人的戦略、主要な指標といった重要情報は制度

のアンニュアルレポートで開示されていくべき。一方で任意開示の役割も重要であることは言うまでもない。EU等ではデータの比較可能性を確保するため、データプラットフォームを構築し、デジタル化を進めていくための取組も進められている。現在の紙をベースとした有価証券報告書からデジタル環境を意識したレポーティングの体系にシフトしていく中で、制度開示と任意開示をどのように組み合わせることができるか、よりダイナミックな設計が必要ではないか。

- 国際的なフレームワークや基準との整合性については当然しっかり対応していくべき。ただ、グローバルな議論に関しては、SASBやGRI、CSRDでカバーしてきた、どちらかというを守りサイドを中心に開発が進んでいくだろう。一方で本研究会の議論はむしろ攻めに力点を置いた議論になっていくのではないか。そうした場合に守りと攻めの結節点をどのように考えていくか。例えばダイバーシティは守りのテーマとしても入ってくるが、一方で攻めの戦略としても極めて重要。将来のビジネスモデルを考えたとき、どういう人材構成、ネットワーク構成を持っていくべきかという観点での報告をどうサポートしていくかも大きな論点にしていきたい。
- 健康経営銘柄の取組は、アンケートベースではあるが8年のデータがあるので、本研究会でもどのような取組をしているか、何か使えるものがないかをぜひ検討いただきたい。
- 新しい資本主義の文脈で考えると、ムーンショットですぐできるわけではないかもしれないが、会計で非財務的な価値をどのように反映するかも研究いただきたい。
- 新しい資本主義が目指すべきは競争や市場の否定ではなく、今までと異なるメジャーメントにより、新たな競争、新たな市場を促すことではないか。
- 新しい資本主義実現会議でも新しい資本主義の中で新しい企業価値の定義が必要という話の流れがあり、インパクト会計について紹介している。ハーバードビジネススクールのImpact-Weighted Accounts Initiative (IWAI)があるが、これはB/SではなくP/Lを調整していく考え方。まだ研究の段階であり日本企業は研究の段階で関与すべきと強く思っている。IWAIもどちらかというとな数値化しやすいEのところから始まっていて、その後のSのところでは製品と雇用というところに着眼している。
- 日本企業は外国企業と比べると人を大切にしているとずっと言われてきた中で、なぜ日本企業は割安な状態になっているのか考えたとき、日本企業の大事な資産である人が可視化できていないからではないかという問題意識をずっと持っていた。ところがデータを見ると実は全然投資していなかったのではないかという現実もあると思う。
- 情報開示については、少なくとも目指すべきところと現状のギャップがどれくらいあるかを認識することは、企業にも投資家にも大切なことではないか。
- ESGのEは、欧州が既にいろいろなスタンダードを決めてしまった。Sの人のところは、日本の観点から世界に打ち出せるようなものが何かないか。新しい資本主義を世界に発信するという事を総理は発言されている。新しい資本主義として世界に発信するにあたり、何ができる、できないというhowの議論にとどまらず、そもそもなぜこれを議論して

いるのかというwhyのところまで議論を展開いただくことに期待。

- 新しい資本主義の枠組みにおいて、非財務情報の議論は成長論ということは強調すべき。産業構造が特にDXで大きく変化したこの30年間において、企業の成長と競争力の源泉が、有形資産から無形資産（知識集約）へ、いわゆるオペレーションエクセレンスからイノベーションエンジンへと移ったときに日本企業はついていくことができなかった。今後、DXの加速とGXにより破壊的イノベーションの時代が続く中で、イノベーションを引っ張っていくのは知的資産、イノベーション人材であり、この議論は成長論のコアである。
- 資本市場の観点では、インデックスの比率が高くなっている中で、いわゆるESG・SDGs銘柄、イノベーション銘柄といったインデックスに日本企業が入ることを促す必要。こうしたインデックスに入れるか否かがトヨタ自動車とテスラの株価の差を説明。GAFAsやテスラの株式価値評価のベースはベンチャー企業の延長線上にある。日本企業の多くは、事業内容は素晴らしいがそのような評価をされていない。開示によってあるいは開示に実態を合わせることで、カテゴリーを変えられるか否かで株価が一桁変わる。
- 事業面の観点では、日本企業のビジネスモデルはオペレーションエクセレンス志向であり、イノベーションエクセレンス志向ではない。その原因は、事業モデルの大転換に人材がついてこられないこと。知的イノベーションを軸とした事業モデルへの転換を促す見える化をしていくべき。また、追求すべきビジネスモデルやイノベーションと人材ポートフォリオのギャップの見える化が大事。
- 人材市場の観点では、企業にとって優秀な人材を獲得・維持できなければ長期的な存続はない。しかし日本企業の人材市場に対する開示は求職者に極めて不親切。人的資本の主戦場は資本市場ではなく人材市場であり、その点も意識して議論をした方が良い。
- 近い将来、定性的な記述情報もAIが読む時代が来ると思っている。そうなるとももちろん比較可能性も重要だが、企業の個別ストーリーが非常に重要になる。
- 知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドラインでも、知財は費用ではなく資産ということを言っている。知財は人が編み出すものなので知財と人的資本は相当重なる部分がある。
- 知財の場合、財務諸表の中で研究開発費が開示されているので、投資家としては会社が直接的に知財を資産化して開示していなくても、開示情報から R&Dを資産化するなどして比較することがある。ある企業への助言に当たり、日本の同業3社と海外の同業3社で有形固定資産に対する資産化したR&Dの割合を比較したところ、日本の3社は平均73%、海外の3社は平均148%であった。一方、利益率は海外の3社が日本の3社の倍であった。研究開発投資が半分の日本の会社が利益率も半分ということであり、こうしたことが人材に関しても起こっているのではないか。
- 人的資本の場合、知財よりも計測が難しいが、日本企業は予算を策定して消化していくので、予算策定の時点で人的資本投資の状況のある程度把握して、必要な予算を確保する形にしていく必要があるのではないか。

- 投資家としては、人材の成長が企業の成長にどのように貢献するかの繋がりを企業に語ってほしい。投資家は会社の成長ドライバーが何かを見抜こうとするので、会社が語る人材の成長と企業の成長の繋がりが、自身の分析と一致しているかを見ていくことになる。そこに投資家と企業の対話のプロセスがあり、徐々に人材の成長の意義と、会社として何に投資すべきかが明確になっていくのではないのか。
- 人件費の中でも「資産性のある人件費」と純粋に費用と解される人件費があると考えられる。人件費の中でどの部分が長期的な収益性が見込まれる「資産性のある人件費」であるかという、給与そのものではなく、研究開発に近い教育訓練や安全衛生に対する投資、エンゲージメントに対する投資と考えられる。これらを抜き書きして何らかの形で開示情報に転化させていくアプローチがあり得るのではないか。
- 会計の世界でも、収益的支出と資本的支出があり、前者は費用だが、後者はバリューアップなので資産化するという点と似ている。
- 投資家の観点から、現在の日本企業との対話で人的資本に関する部分はどのような状況にあるのか。また、人的資本について開示や対話に反映されて良かったという実例があれば教えて欲しい。
- 健康経営度調査について、当初は投資家から健康経営について聞かれるか、という質問があっただけで数年間続いていた。そこで、企業側から健康経営を重要な項目として投資家に説明しているかという質問に変えることを提案した。
- 以前は、ESGは会議の最後に少し話す程度だったが最近は比重が増えてきている。
- 特に人材版伊藤レポート以降、任意報告書等で開示量が増えていると認識。以前はCEOのメッセージ等で人的資本が大事としながら具体的な取組の説明が全くない状況だった。
- 例えば、中国に進出しているある消費財メーカーとの対話として、売上が低い原因は現地人材の教育訓練不足で、教育訓練に何年要する、教育訓練を通じた顧客対応の改善により売上也向上していく、というやり取りはできるようになっている。
- 資料3の通り好事例は出てきているが、ここまでの好事例は少ない。KPIの設定や価値創造との具体的な結びつきの説明がなく、単にこんな教育訓練をしているということを客観的に説明するにとどまる例が残念ながらまだ多い。ただ、全く進歩していないのではなく、徐々に進歩している状況と認識。
- 給料を年齢、男女、職種などで分類し、散布図などで図示して全部開示してはどうか。年齢と給与の相関が高い企業、給与に男女差がある企業、給与水準の低い企業には投資をしない。むしろ年齢と給与の相関が低い企業に投資すると思う。
- 年齢、性別毎など従業員の人口動態も踏まえて評価する必要がある。それらに大きなギャップがあると、社内断絶を生むことにもなりかねない。人事制度改革を行う企業が増えている中、このトピックについての議論はここ数年でかなり増えている。ただし、非常に丁寧な調査を行って企業文化や過去の取組も踏まえて、コンテキストを理解しないと改革の成功確度や是非の評価も難しい。ただ、非常に重要な論点だと考え、調査と対

話においては注力している。

- これだけ能力がある人に給料を払う、若い人でも活躍できるというのは給与に反映されるはず。自信のある企業はそれを開示すれば人も採りやすくなるのではないか。
- 断片的な定量情報だけの開示をすることで外部から正しく評価されるかどうかには不安感を覚えている会社は多く、その懸念は一定程度理解するところ。
- 投資家として企業の採用ページから中途採用の募集状況等をよく確認するが、そうした開示情報を把握していないCEOが意外にも多い。企業の採用ページも開示情報の一つであり、例えば開示されている給与水準が低ければ、企業が優秀な人材を採用していると言っても実際は違うということが分析できる。また、ある企業の採用ページでは研修の受講状況や資格取得状況が開示されており、企業との対話の中で研修の受講率が2年間で低下していることを社長に伝えたところ、翌年には受講率が回復した。対話を通じて重要性を再認識し、改善する企業もある。しかし、企業のホームページで開示されている人事・採用データを把握していない企業のトップが意外に多い。
- 投資家からの人材についての質問が2020年に非常に増えた印象。海外投資家からの反応として、例えば従業員持株会はエンゲージメントを高めるということで評価が高い。また、役員の多くがビジネススクールへ留学していることを話すと、人材投資をやっているという評価を受ける。一方で、国内の多様性の促進や技術向上のために経験者採用の増加を目標にしていることを話すと、これは当然ではないかという指摘をされ、実は日本は新卒採用が多いということから説明をしないと当初は話が通じなかった。この2年で、人材戦略というインプットが研究開発力や技術力というアウトプットにこのように結びつくという形で、投資家への説明が定まってきた。
- 日本全体の資本市場、産業界における人的資本の成長を考えたとき、根本的な課題が何かを明らかにして、よりよいコミュニケーションが働き、よりよい意思決定につながっていくための道筋をどう導いていくかという視点に立った検討が必要ではないか。例えば、人材登用や役職の硬直性、人材の流動性の低さは日本における非常に根本的な課題。また、「組織の経済学」と言う本にもあるが、日本は企業内の教育が組織内だけで通用する教育に終始してしまうという問題がある。これはOFF-JTの話とつながる課題。ある事業が上手くいかなかったときに、その組織の人材が他のところで活躍できないのは、日本の労働市場にとって非常にもったいない。こうした根本的な課題を踏まえて、どのようなトピック、指標があり得るのか。もちろんそれらすべての開示を求めるわけではなく、また、他の委員から指摘のあったコンテキストが重要になってくるが、まずはブレズト的にリストアップしていかないとその先に中々進めないのではないか。