

## 非財務情報可視化研究会（第2回）

日時：令和4年3月7日（月）16：00～18：00

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) 事務局説明、プレゼンテーション（井垣委員、井口委員、江良委員）、自由討議
- (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
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
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
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（オンライン）
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】

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（オンライン）
川西 安喜	SSBJ設立準備委員会委員長（オンライン）

#### 【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、経済産業省より、資料1～2に沿って説明。

井垣委員より、オムロンのIR戦略のポイントや新しい中期経営計画における人的資本関係の最新の取組について、資料3に沿って説明。

井口委員より、ESG投資、特にESGインテグレーションの観点からの非財務情報の見極め方などについて、資料4に沿って説明。

江良委員より、投資家の投資ポリシーの類型に応じた非財務情報の捉え方やエンゲージメントの在り方等について、資料5に沿って説明。

- PEファンド、アクティビスト、エンゲージメントファンド、（伝統的な）アクティブ運用、パッシブ運用について、一般的に後者になるほど「投資先企業数」が多く、個別企業の「経営への関与」は弱くなる。また、「投資先企業数」「経営への関与」という軸に加え、ファンドの投資戦略ごとに異なる「投資期間」という軸もある。要は、資金の出し手との合意に基づいてファンドが設計されるので、「投資家」といっても非常に多様である。
- ▶ パッシブ運用は、基本的には指数に連動する形で株式を購入。個別企業については調査コストをかけず、その代わりに多くの企業（二千～三千社）に分散投資する。そのメリットとしては、運用コストが非常に低く抑えられる。運用コストを最小化することでリターンを最大化するトレンドが、日本をはじめ世界でも拡大しつつある。
- ▶ （伝統的な）アクティブ運用は、中長期的な観点から、アナリストが個別企業や市場全体のファンダメンタルズを調査し、株価との乖離を見つけて売買をする。
- ESGの情報開示については、分析手法・視点の多様化が進んでいる。
- ▶ 証券アナリストは、企業分析において、個別企業や業界の成長性等を分析する。企業からの情報収集において、IR担当や財務担当の発表を聞き、業績や経営方針の理解を深め、その上でアナリスト独自の財務モデルを作るというアプローチをとる。時間軸としては、四半期、来季の業績見通しに基づいて判断するのが一般的。証券アナリストの視点からESGの情報開示を確認する場合、ESG課題に伴うリスク及び機会から企業がどのような経済的影響を受けるか、あるいはどの程度新しいビジネスとして展開できるかなどのいわゆる差別化要因をなるべく定量化したいという目的で情報収集を行うという特徴がある。
- ▶ スチュワードシップは、投資判断あるいは個別のファンドの売買とは独立した形で存在することが多いため、投資判断というより、議決権行使の判断を適切に行うための情報収集や、中長期の観点から経営のサポートや改善の促進という対話活動といった動機が非常に強くなる。スチュワードシップ活動の視点からESGの情報開示を確認する場合、証券アナリストと重なる部分が多いが、特徴としては時間軸が長めになる。大体3年から5年ぐらいのイメージで対話あるいは議決権行使をすることが多いため、長期的な企業価値に影響が多いESG課題への対応状況・方針が一番気になる。
- ▶ データ分析は、定量分析を基に多数のデータポイントに基づいて評価をし、モデルを組んでその評価に基づいて投資判断をしていくアプローチ。したがって、こうした投資家には、ESGに関する定量的データや取組方針、KPIの開示といった定量的な部分が刺さりやすいという特徴がある。

●人的資本に関するデータ分析の一例について紹介。

- 情報ソースは項目ごとに、グローバル共通のデータと日本固有のデータ双方を活用。例えば、環境関連のデータはグローバル共通のデータセットを使うことが多い。一方で、人的資本については、日本固有のデータの情報活用度合いが高い。日本の雇用制度、人事制度の特殊性が前提にある。また、企業が開示する情報だけではなく、情報データプロバイダーが提供するデータも含めて活用している。
- データは、構造化・非構造化データ双方に着目。構造化データは、従業員に関する定量情報、従業員に占める女性比率、年齢構成等といった定量情報であるが、それ以上に非構造化データ着目し始めている。非構造化データは、企業から発信される定性情報、ESGに関する情報、従業員による企業評価など。構造化・非構造化データの両方を組み合わせて、機械に読み込ませて総合的に分析している。
- 分析の仕方は、機械学習/自然言語処理を活用。例えば機械学習で企業のESGに関する取組の評価や、財務・株価パフォーマンスへの影響が大きい指標を分析し、特定・把握できるようになっている。また、自然言語処理を活用することで従業員センチメントを分析し、従業員エンゲージメントの実態水準を分析することも可能になっている。
- 日本の人的資本に係るデータは民間の情報プロバイダーが提供するデータも含めて評価した場合、国際的水準と比べてもそれなりに充実しているとの評価がある。ただし、追加的に、従業員の状況（性別、地域別）、正社員比率、教育水準や、従業員、幹部候補、執行陣のキャリアパス、育成プログラムに関する情報が充実していると、さらに深い分析が可能となるという指摘もある。

●人的資本に関する投資家の視点として、あらゆる運用戦略の共通項として、「企業価値創造、競争優位性の維持」についての関心が強い。「企業価値創造、競争優位性の維持」の観点から、経営者が何を重要な人的資本と考えているか、どのような課題があるかを透明性がある形で投資家に公表し、課題に対する手当てをどのように講じているかを確認できるような情報開示が非常に重要。

●人的資本に関する事項は、企業ごとの個別性が高く、個別にみていかないと正しい分析ができなと感じることが多い。事業環境、経営戦略、業種特殊性を勘案しながら、いかに丁寧な分析を効率的にしていくかが課題になっている。データ分析とボトムアップの分析を組み合わせる形で調査の高度化、効率化を目指す傾向は今後さらに高まる傾向にある点も留意すべき。

(意見の概要 (順不同) )

●指針全体のメッセージについて。日本の方向性を見据えた、人的資本に関する考え方についての方針提示が不可欠。非財務情報の開示は、資本市場のみならず、労働市場や、消費者市場等へのメッセージも大きく、株主以外のステークホルダーにも影響を及ぼすものとして方針のまとめを行うことが望ましい。また、情報開示の在り方において、人

材版伊藤レポートで掲げられている経営戦略と人財戦略との連動が特に重要である点については改めて言及すべき。当社も事業に連動した人財戦略という観点から、デジタル人財の育成などの自社独自の内容（いわゆる自由演技の部分）も重視し記載しており、共通的な開示項目（いわゆる規定演技の部分）に加え、こういった取組みを、定性的になるものも含め記載することが望ましい。

- フレームワークについて。国際的な開示基準の整備が進められていく中、グローバルに事業を展開している企業においては、グローバルでのフレームワークを参考としつつ、自社としてのKPIや情報開示を検討している。この点において、自社のパーパスに沿った統合的な価値創造ストーリーを示していく上で、企業共通のフレームワークを示していくことは、その企業の価値を外部から評価してもらうにあたり非常に有用。日本におけるフレームワーク検討にあたっては、資本市場においては国・地域を跨いだ数多くのステークホルダーを有しており、フレームワークを共通言語として機能させるためには、グローバルに通用するモデルを志向していくべきではないか。
- 財務情報・非財務情報の関係性について。非財務情報と財務情報の相関、因果関係も明らかにすることが重要。当社では、非財務情報と財務情報との相関を可視化する取組みを進めている。一方、これらの取組みについては、各社独自の価値創造につながる部分と、比較的企業共通で価値創造につながる部分に分かれ、特に後者は、因果関係の分析等について客観的な視点で提示していくことが良いのではないか。例えば、役員や管理職等におけるダイバーシティ等は、業種間である程度共通的な要素として分析できるものと考えており、これらについては、基準団体等から第三者的に示していくことが、比較可能性の観点で有用ではないか。これらの取組みを継続することで、企業においては当該指標の開示の必要性を認識でき、投資家等においては、複数企業を共通の非財務情報で評価するプロセスが出来上がってくるのではないか。
- 指標や開示項目について。今後、日本での開示・報告基準の制定においては、開示推奨の原則を維持し、制度開示項目については真に共通的な要素に限定した上で、他の項目については各企業が各価値創出のストーリーに照らして戦略的に開示するのが良い。日本固有またはグローバル共通の評価指標という観点では、資本市場がグローバル化していく中において、グローバル基準における開示項目を整理する一方で、欧州・米州・日本など各地域固有の商習慣等がある中、グローバルとローカルのバランスを考慮した評価指標を構築すべき。例えば、人的資本に関する指標について、ISO30414での11領域58指標について、グローバルでシステムティックに取得できるものは、グローバル人財情報システム導入をしている当社においても限られており、手動も含めた収集プロセスを組む必要がある。これに関連し、今後開示を検討していく指標・項目については、既存の他規制・報告項目とのアラインが重要であり、政府・地方自治体等で実施している各種統計との関係性も思慮すべき。特に人的資本にかかる項目においては、労働行政上の報告事項との共通化、また労働行政側の指標・基準アップデートが必要。各社での社内

DXを進めるはもちろんだが、これらの項目について整理を行い、各企業における集計事務等の二重管理を防ぐことにより、各企業が人的資本について比較可能な情報を正確に提出するドライバーとなる。

- 人的資本に関わるIR戦略全般について。投資家とのエンゲージメントは重要な課題。当社では、コーポレートレポーティングの発行を通じた投資家との対話を重視。対話の充実のため、資本市場のESGへの関心の高まりと連動させ統合報告書等のレポート類での開示を強化してきた。また開示と同時に、非財務情報に関する対話の機会を設けることにも積極的に取り組んでいる。投資家とのエンゲージメントの機会をいただき、その議論内容を社内にフィードバックするという取組も強化してきた。こうした取組の結果、当社の人財戦略の理解が深まるとともに注目度が増加。開示に加えて、企業としての戦略を理解してもらう場を設け、投資家にもその評価・分析方法を明らかにしてもらうことで、双方にとってより有効な対話の場が実現できる。また、IRが社外に対して資本市場のコミュニケーターとしての主体的に役割を持つが、社内においても特に経営層・関連部門との連携強化が重要。非財務情報は、その定義も含め広がりがある中、特定部門との連携のみでは対応が不十分となると思慮。このため、資本市場における企業価値の最大化を図るために財務部門やIR部門に留まらない、関連部門の理解浸透が必要。
- 非財務情報開示全般について、企業報告とその利用の在り方に大きな構造変化が生じている。特に欧州を中心に企業報告の政策的な方向性について議論が進展してきている。主体としては経営者だけではなく取締役会も報告主体となっていく、媒体としては制度開示を中核としながら、コアレポートの中ではフレキシビリティをしっかりと担保してストーリーを伝えていく一方、データベースを制度としても用意することで比較可能性も担保していく、基準面でも財務と非財務を相互補完的に設計していく、気候変動に代表的であるが将来志向でシナリオをエビデンスベースで企業側が評価し、影響も含めて伝え、会社としての意思を明示していくなど、信頼性の担保の在り方が過去とかなり変わってきている。日本がこうした構造変化を踏まえた企業報告の再設計ができているかということ、例えば基準をどうしていくか、開示書類の中で付加的にサステナビリティ情報をどう追加していくかといった個別的なことは議論されているが、企業報告全体の枠組みとして、法制度、書類、エンフォースメント、モニタリング、作成者の在り方、デジタル化といったところをしっかりとデザインできているかということ、ここは非常に心もとない。こうした意味で、エンドゴールをしっかりと構想し、その上で何をしなければいけないかを棚卸しして議論を進めていく必要がある。本研究会で非財務のフレームワークを開発していくというのは、何を報告すべきかについての細かい議論よりも、大きな枠組みについての議論が重要ではないか。
- 人的資本について、日本の戦略的な視点からどのような人的資本のアジェンダが重要となっていくか。指標まで行くと細か過ぎる印象を持っている。井垣委員の説明の中でも人的創造性や、報酬やインセンティブといったトピックもあったが、こうしたトピック

ベースで整理をしていき、指標は例示という形があり得るのではないか。

- 企業価値の向上につながる指標あるいはアジェンダと言う観点からは、現状の日本企業にとってはキャリア採用が企業価値を高めていくと見ており、健全な労働市場の形成というアジェンダが重要。従前の新卒採用では、新卒人材は組織のDNAを継承していくため、同質的で生産的な組織ができるが、環境変化にはとても弱い。環境変化に対応し、イノベーションを創出し価値創造ができる組織体にするには、企業にとっては異なるDNAとの融合を促すキャリア採用が、アジェンダとしては健全な労働市場の育成が重要。
- 日本の強みを国際的に発信すべきという観点からは、安全衛生に関する指標は含むべき。コロナ禍で基本的人権や命、安全などの重要性を皆が感じているのではないか。資料1の39頁で日立製作所がグローバル安全統計を出しているが、やはり安全は日本の強み。危険予知訓練や、避難訓練、災害訓練などの実施度もしかり。東日本大震災の時も当社の仙台工場は津波に洗われたが、避難訓練を行っていたため、オフィスの屋上にみんな避難し、死亡や負傷がなかった。
- 参考指針という言葉は非常に気をつけて使わないといけないと感じている。ともすると示されたものに従って定型的な開示をすればよいと思ってしまうケースがどうしても多いが、そういう形で指針が広まっていくことはぜひ避けなければいけない。逆に言えば創造性、独創性、個社固有性、オリジナルのストーリーといったものが最大に発揮されるような、そういったものを称揚する指針になることが必要。こうした観点から、開示項目について一定程度参考になるものを示していくことが必須の宿題だと受け止めているが、いくつかの類型がある。すなわち、裁量性を認めつつも、比較可能性がより重視されるような、多くの方に求められるような項目が一つ目の類型だとすれば、それに加えて事業関係やビジネスモデルに応じて創意工夫を促していくような項目が二つ目の類型としてあり、さらに言えば、やや先端的な独自の分析や、AIやDXを使った分析も意識した進んだ項目が三つ目の類型としてあると考えている。特に制度開示等との関係では一つ目、二つ目の類型がより重視され、任意開示を含めた世界、あるいは企業報告の未来像という中でデジタルを活用していくという世界観の中では三つ目の類型も大いに取り込んでいく。そういう全体の方向感、メッセージが出ると良いのではないか。
- 参考指針の中で既存のフレームワークや基準をどう取り上げていくかも大きな論点。他の委員からも本研究会で新しい独自のフレームワークをつくるということはどうかといったコメントもあったが、確かにそうだろうと私自身も思っている。個人的な言葉を使えば、「メタフレームワーク」、世の中で既に使われ始めている大きな潮流を踏まえながら、目指すべき方向を既存の基準やフレームワークも使いながら企業が選び取っていけるようなものをつくっていくというのが一つの方向感ではないか。
- 財務情報と非財務情報の関係について、非財務情報について中長期的な企業価値との関係性の開示に重点を置く方針に賛成。他方、それぞれの企業のビジネスモデルに即した分析事例はまだ十分に揃っていない状況と認識している。本日紹介された先行事例は素

晴らしいものだと評価しているが、例えば財務指標との相関関係や因果関係については様々な手法や議論がまだある状態であり、今後さらに事例の蓄積を積極的に進めていくべき分野だと認識している。そうした観点から、国際的な発信を強化する上でも、参考事例については、各企業における様々な取組事例の増加や促進に資することが重要。

- 資料1で示された国際的なフレームワークや価値協創ガイダンスの改訂の方向性を見ても柱はほぼ共通しており、これを基本的に前提として臨んでいくことが重要ではないか。そして我々が議論すべき参考指針は、これと整合的な独立の並行したものというよりは、「メタフレームワーク」という発言もあったが、国際的なフレームワークあるいは価値協創ガイダンスのようなものをより使いやすくするためのガイドというようなものがよいのではないか。
- ISSBが公表したプロトタイプの中で示されている開示の利用者の想定について、どんな基準をつくるときにも極めて重要なのは想定されるユーザーであるが、財務情報の活用者向けに資料1の9ページ目の②③に焦点を絞って議論することが極めて重要。これは他の有価証券報告書も含めた媒体においても活用できるという意味でも極めて重要。
- 役に立つ研究テーマや分析といったものは、参考でこういうものもあると示していくということで、使いやすいモジュールのような形で成長していくというのはあるのではないか。その際、網羅的な基準というより、ライブラリーやツールキットという感じで、出典や前提も示しながら使いやすいようにしていく。これを、これからも改訂をし続けるとか、様々な場所でそういうものが発展していくというような形がよいのではないか。
- 日本企業の企業価値（ $EV = EBITDA \times EBITDA$ マルチプル）を上げていくことが究極目的。日本企業はEBITDAも小さいがEBITDAマルチプルも小さい。既存事業の生み出すEBITDAをどう引き上げるかが従来のガバナンス改革の主課題であったが、本研究会で意識されている無形資産や人的資本は、どちらかというEBITDAマルチプルに効いてくる。EBITDAマルチプルは成長性で決まり、成長性は今の時代はイノベーション、つまり破壊的イノベーションの時代におけるDX、GXを乗り越えていく力ということになる。非財務指標は、将来成長性は定量的に記述しにくいいためその原因因子を見ていくということであるが、そうすると因果のストーリーをどのように開示の中で見える化できるかが重要になる。
- 他方、因果関係はある意味では仮説でしかなく、常に変化していく。おそらく今後、AIやディープラーニングによる非財務情報の読み込みと財務指標との因果分析が蓄積されていくはずなので、開示項目の議論や実際の運用にそうした蓄積が不断にアジャイルに取り組みされるよう、うまくビルトインしていくような仕組みにしていくことが重要。
- 指針全体のメッセージとフレームワークが重要なポイント。指針全体のメッセージとしては、企業価値の向上、中長期的な企業競争力の向上には、超過収益を生むような、参入障壁につながるような無形資産の形成が重要であり、人事起点によってどう作られていくかということがキーのメッセージになるのではないか。フレームワークについては、ISSBのプロトタイプはカーボンエミッションに関する部分はかなりイメージが湧く

が、人的資本に適用するには橋渡しが必要な要素もあるし、事例もまだないので、今後ケースを積み重ねていく必要がある。他方、ISSBのプロトタイプとかけ離れたフレームワークを出してしまうと、作成者側の作業が重複して無駄になる可能性もあるので、ある程度はISSBのプロトタイプを意識する必要があるのではないか。

- 財務情報と非財務情報の関係性については、財務情報は基本的に会計基準に基づく過去の情報が主とされている内容。非財務情報はどちらかといえば将来の企業価値ということであれば、あまりその関係性を意識し過ぎる必要はないと考える。
- 指標・開示項目については、資料1の16頁の開示項目の階層（イメージ）に「価値向上」と「リスクマネジメント」の2つの観点が出ている。日本の現状を踏まえると、リスクマネジメント寄りの部分が日本らしいところではあるが、この枠組みは非常に参考になるので維持していけばよいのではないか。
- IR戦略については、どこをターゲットにしていくかについて、企業価値という意味ではパッシブよりアクティブ、短期的な投資家より長期的なバイアンドホールドの投資家、バリューよりグロースが重要になってくるので、そこを対象として企業としてどう情報発信をしていくかという戦略は重要。
- 指針全体のメッセージについて、競争優位やイノベーションを使った成長の原動力としての人材の確保と育成は企業の無形資産の中でも極めて重要だということは、本研究会のコンセンサス。前回もこれをいかに成長戦略として語るかという話と経営との結びつきが弱いという指摘が再三出ていたので、この観点を強調すべきだとすると、従前からやっている非財務情報の開示のフレームワークが使えるので、まずマテリアリティーとして位置づけることと、価値創造ストーリーの中でナラティブに語っていくことの重要性というのがメッセージとして重要。マテリアリティーについては、ISSBの中でもいわゆるシングルマテリアリティーだと明記してあるので、そこに人材や人的資本を位置づけるのだというメッセージが良いのではないか。
- フレームワーク、財務情報と非財務情報のコネクティビティーについて、基本的には賛成。ISSBもサステナビリティ情報と財務情報の開示の境界を合わせ、コネクティビティーをちゃんと取ろうというメッセージだと思うので、こうしたロジックで考えることを指針で出すことは非常に大事。一方、そうは言っても価値創造ストーリーに紐付けようとすればするほど、人的資本・人材戦略は非常に多様性を持つので、形式的にはそう整わないだろう。そうすると、フレームワークとしては、本研究会でも紹介された先駆的な企業が経営戦略と一体となった人材戦略を持っており、それに基づいて行われた人的投資は企業価値に反映されるという説明があるので、それを前提にした上で、多様性を認めるようなフレームワークが必要なのではないか。
- 開示の中身については規定演技と自由演技の組合せ。規定演技の方はISOをはじめとする国際的な動向を無視できず、基本的にリスクマネジメントの観点多いので、ここはアカウンタビリティーを重視ししっかり比較可能な情報を出していくということだと

思うが、自由演技の方はまさに価値創造シナリオをどのようにナラティブに語っていくかという話になるので、ここは自由度があるということを強調しておく。そうすると、本研究会で紹介されたような先駆的な企業以外にも、実はそういうことをやっている企業はたくさんあるようなので、気づきが出てくるのではないか。先日、ある企業の各事業部門のヘッドと個別に話すことがあった。彼らは顧客の懐に飛び込んで信頼を勝ち得て、そこで提案して仕事に結びつける能力が強いということを一貫して言っており、中国企業に売り込むために中国人のスタッフを増やして、トレーニングしてチームでそのカルチャーを学ばせて打ち込んでいるという話をする。その会社は人的資本の話を全然しないが、実はまさに人的なインプットがアウトカムにつながるというケースになると聞いていて思った。そういう気づきを与えるようなものをできたら良いのではないか。

- 指針全体のメッセージの「「人的投資を起点とした好循環」を生み出す情報開示の在り方はどのようなものか」が最重要。好循環というのは、人的投資が人材・組織の活性化にどう結実するかということに尽きる。もう少し具体的に言うと、社員が挑戦意欲を持つこと。実は日本の多くの会社で方向転換が上手くいかないとか一歩踏み出せないのは、知識や経験はあるにも関わらず、今までやってきたことと違うことをやるには自信がなくてできない。これでは日本の会社は変わらない。だから、社員が自信をつけて挑戦意欲を持ち、組織が活性化することが非常に大事。その結果、発想、提案、発案、発明が出てくる。オムロンのTOGAや、双日のHassojitzといった取組、小林製薬では新商品が出てくるとか、村田製作所もプロジェクトをやっている。これらはすべて各社が個社で考えて作ったものなので横比較可能ではないが、こういったものをどんどん促すのがまず大きな目標なのではないか。
- フレームワークに関連して、既存のフレームワークを使いやすくするガイドという考え方に賛成。ただし、様々なフレームワークがあるので、複雑にならないようにするため、誰に対して（Who）、何を（What）、どのように（How）という3つの大きな軸が必要。Whoについては、国内の重要な課題と海外で議論されている課題は随分焦点が違う。海外では人権やコンプライアンスが重視されているが、国内では能力発揮をどのように促していくかが重視されている。一緒くたにせず、まず大きく2つのWhoがあると分けて捉える必要。また、Whatというときに、人権・公正と能力発揮を例にすると、人権・公正は国際標準に合わせる部分になるが、能力発揮は双日のHassojitzやオムロンのTOGAのように非常に自由度のあるもので、しかも先ほどのWho、誰に響くかというアクティブ投資家でリサーチをする投資家であり、ターゲットも変わってくる。
- 人的投資というといつ投資にばかり目が向くが、それは最初のインプットでしかないので、それがどんなアウトプットになってアウトカムになるか。インプットは財務と非財務の両方がある。アウトプットも財務と非財務の両方ある。アウトカムも財務と非財務の両方ある。そこを捉えておかないといけない。
- 最終的に企業価値向上ということになると、EBITDAマルチプルやPBRなど、何かのマルチ

プルが上がるということは、投資家が情報を分析、判断して投資行動をとらないといけない。パッシブの投資家による議決権行使では株価には反映しないので、やはりアクティブの投資家にどうやって働きかけるか。先程グロースの投資家という声があったが、グロースの投資家は正直に言って2桁のリターン等が期待できなければ見向きもしない。よって、いきなりグロースの投資家と言っても、その実力がなかったらそこにめがけて発信しても届かない。そういうことも考えなくてはいけない。

- 指針全体やフレームワークについては、ここで新しいものを打ち出すというよりは、既存のフレームワークをどう生かしていくかを考えるという方向性に賛成。
- 企業価値創造、競争優位性にどうつなげていくかが見えるような開示が理想形であり、そうした開示が充実してくると、いわゆるナラティブなストーリーができていくという評価を投資家もしやすくなる。そうしたことを実践している会社や、実際に結果に出ている会社の事例を深く周知することにより、同様の事例を作り出していくというのは非常に有意義ではないか。また、そうしたとき、どうしても大企業を中心に事例を紹介することが多いと思うが、そこまでコストをかけずに上手にやっている会社もたくさんあるので、取っかかりとして始めやすいような事例も少し紹介すると、幅広い企業にとって有益ではないか。特に時価総額が小さいが成長ポテンシャルがあるような会社にとっては、情報開示のコストは馬鹿にならないので、そうした会社が参考にしやすい取り組みやすい事例があるとすごく有益ではないか。
- 投資家の運用スタイルは様々であるため、どこに焦点を合わすかは簡単ではないが、強いて言えば長期的な企業価値に関心のある投資家が企業を評価するに当たり重視する項目をピックアップし、その共通項に合わせた開示をやっていくという軸はあっても良いのではないか。
- 企業価値に焦点を当てるといことは、投資家以外のステークホルダーを切り捨てるということではない。資料1の9頁にもあるが、例えばサプライチェーンを健全に保つということが、長期的な観点で見れば企業価値に影響してくる。長期的な観点で見れば投資家のためだけではなく、投資家以外のステークホルダーのプラスになる。他方、政府の指針ということを考えると、そこから漏れてしまうステークホルダーへの対応も指針の打ち出しにおいては考慮する必要もあるのかもしれないがある。例えば、社会的には、人権は重要であるが、投資家にとっては必ずしもすべての企業の評価において重要でないこともある。まとめると、影響しないところもあるかもしれない。原則、基本的には企業価値に焦点を当てることが良いが、政府の指針であることを考えると、が、他のステークホルダーへの配慮対応についてもある程度対応する必要があるのではないかと思う。ここはは、開示媒体の話で対応するを入れるということが良いかもしれないが、打ち出しとしては考える必要がある。
- 資料2のIR戦略の観点からは、現状、日本株全体のプレゼンスがグローバルで見ると下がっているところがある。他の企業のIRの方に聞くと、面談が埋まらない、そもそもア

ナリストにもカバーしてもらえないという悩みを持っている方が多く、こうした観点からは、価値創造だけではなくてそれをいかに伝達するかということが企業価値の向上には重要であるため、IR戦略も何らかの指針をつくることは意味があるのではないか。特に今般、プライム市場を選択した企業は、海外の投資マネーをしっかりと呼び込むという考えだと思うので、海外に対する価値創造の伝達についてレベルの高いものを求めているのも良いのではないか。

- 2点目は、本研究会の第1回会合開催後、報道機関やアナリストから注目が高かったが、その期待のポイントとして、これまで様々な指針やガイドラインや提言が出てきたが、この研究会が新たに内閣官房にできたことで、これらが統合され一つのフレームワークの中に収束していくのではないかという論調が非常に多かったように受け止めている。そうした中で、この研究会の位置づけが報道機関やアナリストに正しく理解されていないところもあると個人的に感じたので、いわゆる「メタフレームワーク」に向かって動いていく動きの中で、この研究会がどういう位置づけにあるかも何らかの形で示してもいいのではないか。
- 本研究会の設置の背景について、金商法の開示の中でサステナビリティに関する考え方、取組を記載する欄が新設される方針であるが、あまり慣れていない企業にとっては「とりあえず記載欄をつくったのであとは自由にやってよ」と言われても中々困るだろうなというところがあるので、ある程度整理をして参考になるようなものを作ろうかという議論になった。有価証券報告書で開示していくもの、アニュアルレポートで開示していくものも含めて、あまり慣れていない企業でも、「なるほど、こういうやり方があるのか」「こうやればいいのか」と分かるようにしたいという意図。
- 「メタフレームワーク」といった言葉があったが、既存のものをうまくつなぎながら、一方で、今回の人的投資、人的資本に関しての新しい考え方などテーマを付加していくことで開示のイノベーションを促していくということが必要。
- あわせて注意しなければいけないのは、TCFD提言をベースとしてISSB基準の設定の議論が進んでいるが、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標というフレームはもしかしたらまだ変わる可能性がある。特に戦略に関して、TCFDの枠組みは、既存の企業報告における「戦略」に気候変動がどのような影響を及ぼすのかというところを付加的に報告するという枠組みであるのに対して、英国のFRCなどは「ビジネスモデルと戦略」ということで、「ビジネスモデル」、要は価値創造ストーリー/モデルをしっかりと提示し、その資本配分についてもしっかりと報告をしなければいけないとしている。このFRCの人的資本に関する報告書の中で、彼らは「戦略」を「ビジネスモデルと戦略」と書き換えている。本研究会で人的資本を議論するときには、ビジネスモデルをなしにして議論はできないと思うので、ここについてはしっかりと考慮しておくべき。
- どのような情報を開示の対象にするかについては委員の皆さんと共通認識を持っておきたいと思っている。1つ目は、企業の大小、プライムやスタンダード、グロースを越え

て、「これはみんな共通に開示してね」という共通コアのカテゴリー、2つ目は、安全に対する非常に強い意識というようなことも含めて日本を意識した、独創的な情報開示というカテゴリー、3つ目は、「そこまでやるか」というような、ある意味では先端的な人的資本投資や情報開示というカテゴリーがあると思う。しばしば出ているオムロンのTOGAは3つのカテゴリーのどれに入るかと言えば、独創的か、先端的かどちらかのカテゴリーに入るのではないか。

- 今後新たに出す情報がどういうインパクトを資本市場や企業価値、投資家に与えるかは、必ずしもこれまでの情報に基づいた実証研究だけでは分からない。よって、ある種先見的に、本研究会にはこれだけの皆さんに集まっていたいでいるので、例えば投資家の皆さんから「こういう情報を出してほしいよね」という強いニーズがあれば、恐らくそれは資本市場あるいは企業価値にインパクトを与えていくことになると思うので、まだあまり情報開示されていないがこういう情報を人的資本に関して開示するとこういうインパクト、コンシクエンスがあるのではないかと予想されるようなことを、ぜひ皆さんの想像力もいただきながら議論していきたい。
- 本研究会はあくまでも成長戦略につながるという大きな文脈で設定されていると思うので、やはり人的資本への投資がより高まる呼び水になるような人的資本情報の開示にしたい。これまでの過去の活動をただ開示するだけではなく、こういう情報を開示してくださいとなれば、経営者にしてみれば、やはりよく見られたいので、翻って実態を高めないとなくなる。我々はこれをよくフィードバック効果と言うが、情報開示ということが、経営の実態そのものを高める、押し上げるという効果もあるので、情報開示は成長戦略あるいは人的資本投資を促すという点ですごく大事。
- 先ほど議論があったEBITDAマルチプル（ $EV=EBITDA \times EBITDA$ マルチプル）、あるいはPER（株価＝ $EPS \times PER$ ）でもよいが、日本企業の企業価値を仮に現在価値と将来価値に分けると、テスラを持ち出すまでもなく日本企業の将来価値が低い。資本市場の評価に照らせば、トヨタは現在価値が高いが将来価値が必ずしもあまり高くない。日本にもっと成長資金が入ってくるためには、やはり無形資産、人的資本に関する情報がもっと開示され、そして期待が高まり、マルチプルが高まっていくことが重要。もちろんEBITDAも高まると良いが、EBITDAあるいは資本生産性が高まっていくことに加えて、マルチプルが高まっていく、そういうような将来価値につながるような人的資本への投資と情報開示をぜひ皆さんと一緒に考えていきたい。
- 大きなスタンスとしては、資料1で海外の事例も出されているが、それらを俯瞰して、では、どうするのか。「メタフレームワーク」なのか、あるいは統合的なものを出していくのか、その辺はぜひ皆さんに御議論をいただきたい。
- 内閣官房の研究会なので、場合によってはラディカルな提言もしていきたいと思うので、ぜひ皆さんから、ラディカルな御意見も含めて今後も様々いただきたい。