

## 非財務情報可視化研究会（第4回）

日時：令和4年4月20日（水）12：45～14：30

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) 事務局等説明
- (3) 自由討議
- (4) 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（オンライン）  
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  
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  
中畑 英信 株式会社日立製作所執行役専務CHRO兼コーポレートコミュニケーション・オーディット責任者  
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）  
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）（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（オンライン）

#### 【事務局】

- 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1～3に沿って説明。

（意見の概要（順不同））

- 指針（たたき台）は様々な項目がカバーされており良い読み物になっていると思うが、項目の並べ方について「4.1. 「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」を前にした方が良い。そもそもなぜ人的資本が重要かを先に持ってきて可視化と言った方が、読み

手である企業の経営者の腹落ち感・納得感が増えるのではないか。

- 「4.2.4内外の人事・雇用制度に関する前提の違いを踏まえた開示」は非常に重要。ある先進的な企業の社長も外部人材の活用は大事だが、基本は日本企業なので企業内のリスクが大事と仰っていた。リスクや企業文化の変革をどのように行っていくかが重要になってくるが、そういったことについて日本特有のものを出すのは非常に良いのではないか。
- 「4.3.3. 開示事項の基本的考え方」で企業が投資家によって開示内容を選ぶとなっているが、よほど先進的な企業は別として普通の企業がこうしたことをするのは非常に厳しい。むしろ企業価値全般に効いてくる全般のリスクに関わる事項に絞って、投資家によって開示を変えるという器用なことは多くの会社はできないのではないか。
- 61頁のROIC逆ツリーの人材版の試みは非常に良いが、KPIのところでは社員エンゲージメントは良いが、社員一人当たり営業利益というのは結果で出てくるもの。例えば、会社が認定したスキルを持った社員数などに変えたほうが良いのではないか。
- 「①比較可能性に対する要請が強い開示項目への対応」として例示する開示項目の内容やその粒度について、指針は基準ではなくどちらかというとガイダンスなので、一般的・共通的な、あるいは比較的多く使われているような指標を並べることも考えられる。例えば退職率やダイバーシティー、あるいは引用されているSASBの基準があるということで、企業にその中から選んでもらうということを取りあえずのやり方として良いのではないか。「ベストプラクティスの例示」は、本当はベストは伊藤先生のTCFDコンソーシアムのガイダンスのようなものだと思うが、まだこの指針に沿ってプラクティスが出ていない中でどのようにやっていくか、あるいは良いところだけに印をつけてベストプラクティスを取ってくるというやり方もあると思うが、その辺りは今後の検討事項と思う。
- 人的資本に傾斜する形でのとりまとめという方向性を前提とすると、指針（たたき台）の基本的な構成は非常に理解できる。
- なぜ人的資本経営が重要なのか、投資家としてどういうところを見ているのかということから入った方が良い。「4.1. 「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」でビジネスモデルをきちんと説明し、その中で重要な構成要素として人的資本を入れると分かりやすくなるのではないか。「2.1. 資本市場から見た我が国企業のパフォーマンス」で、最初から株価を参照することが良いのか少し疑問。どんなに良い人的資本の取組や開示をしていてもPERが上がらないことはある。我が国企業の株価が低い理由が人的資本の取組みや開示が不十分というロジックに読めるが、両者が具体的にどのようなつながるのかはわかりにくい。
- 他の会議の議論と整合的に議論を進めているということであるが、そうした前提に立つと指針の位置付けが少し分かりづらい。例えば、前段のなぜこうしたことが重要かは、人材版伊藤レポートの方でも議論をしたし、かなり内容の重複が出てきてしまっている部分があるのではないか。どのようなオーディエンスに対してどのような位置付けで指

針を読んでほしいかについてももう少し明確にした上で議論したい。私としては本指針に多くのことを書くのではなくて、これまでのほかの会議での議論や活動を総括するような形でインデックス化し、本指針を入り口として各論の部分で非常に関心が強い方はこちらのレポートを見てほしいというリンクを飛ばすようなイメージの方が位置付けとしては価値があると思う。そうすると、指針（たたき台）の構成や粒度が少し書き込み過ぎている印象もある。指針の位置づけ次第では、肉づけのレベル感が大きく変わるので、まだ議論できていないようであれば、一度議論する価値はある。

- 事例紹介について、他の研究会やその成果としての報告書でもベストプラクティスやケーススタディーの分析等はすでにかなり実施していると思うので、それらも参考にしながら、ないものを入れるのか、あるいはもう少し深掘りするのかということが一つの視点だと思う。あとは中々難しいかもしれないが、人的資本を強化したことで企業価値、具体的に株価も上がっている、適切に評価されるようになったというケースがあれば良い。
- オーディエンスとしては、企業の経営陣、CEO、CHRO、CFO等をまずは想定している。特に、こうしたことに取り組んでいてよく分かっている企業というよりは、必ずしも経験が十分でない企業に特に見てほしいと思っている。要するに、市場から見てこういうことをしっかりと開示してくれれば評価ができるのだというようなものになれば良いと思っている。そういう意味では、ご指摘の通り色々な要素を詰め込み過ぎているのかもしれないが、逆にあちこちに色々あるものをまとめて見せるということについても価値があるのではないかと考えており、表記の粒度についてはまた考えさせていただきたい。
- 指針の位置付けについて、人的資本にかなりフォーカスをしたものになっているので、なぜ人的資本なのかということがまず頭で明確になっている方が良い。その上で、価値協創ガイダンスをベースにした指針でという整理の仕方が分かりやすいのではないか。
- 日本独特の雇用慣行について、海外のレポート等を見ていると、それぞれの地域において雇用慣行が違うので、例えば地域別にデータを出しているというようなこともある。こうしたことも例示としてはあっても良いのではないか。
- 「4.3.5 制度開示（有価証券報告書）における対応」については、その前の項目で多様な投資家の中からどのような投資家を選ぶのかということが書かれているが、制度開示である以上特定の投資家を念頭に置いた開示というのはいかがなものかと思うのでそこは整理をしておく必要がある。また全てを制度開示に書き込むわけにはいかないもので、例えば他の任意開示を参照できるようなやり方というものもあるのではないか。
- 「4.4. 可視化に向けた準備とステップ（例）」で、プロセス編の中に取締役会等における議論が位置付けられている。もちろんプロセスの検証においても取締役会の関与は必要だが、取締役会等における議論はむしろ戦略構築編の中に位置付けるべきではないか。
- 最後の企業経営者の訴求について、冒頭事務局から企業経営者の人材戦略に対する意識は高くなっているという説明があったが、おそらく人材に対する企業経営者の感度が上

がっているというのはほとんどIT人材に関してであって、それ以外の人材に関してはまだ上がっていないと思う。人的資本経営と可視化について意識があまり高くない企業経営者に、まずはなぜこれらが必要かということ、つまり人材戦略が事業戦略の重要な要素であるということ、投資家からの企業評価に深く関連しているということをしかりと書き込むことが必要ではないか。また、取締役会が果たす役割と責任を明確にしておく必要がある。さらに、投資家が見るという点においては、企業価値の向上につながっているかどうかを検証するための定量、定性のデータが必要という辺りを簡潔に書き込むことで、企業経営者に人材戦略の開示の重要性を理解してもらえないのではないか。

●企業が投資家を選ぶというのは難しい。指針（たたき台）の56頁の冒頭に記載されている「運用スタイルやESG投資戦略に応じて」という箇所に関連していると思うが、これまでの発言が正確に伝わっていない部分もあると思うので詳しく説明したい。私の方で、企業価値評価を行う投資家であるアクティブ運用者の主な運用スタイルに基づき、投資対象企業を①成長が期待される企業、②株主還元が重視される企業、③事業撤退・資産売却などの構造改革が求められる企業の3つに区分し、日本企業の分布を調べたところ、企業数ベースで①が22%、②が27%、③が29%となった。これに対して、米国企業は①が58%、②が24%、③が6%であり、アジア・欧州の企業も米国企業と同様な傾向であった。これを時価総額ベースで見ると、日本企業と海外企業の乖離はより大きくなる。つまり、日本企業は数ベースで78%、時価総額ベースで71%は成長を期待されておらず、成果のない成長投資をするぐらいなら株主還元をしてくれと言われてしまう。だからPBR1倍割れは全く解消しないし、投資家との対話がかみ合わない。投資家から見る投資対象として成長が期待される企業群へと企業が変わっていかないと、情報発信をいくらしても受け取ってもらえない。4.1「車の両輪」としての人的資本経営と可視化に成果を出すことへのコミットメントが書いてあるが、コミットメントなしに情報開示しても評価されない。こうした認識なしに指針に従って情報発信するだけだと、一生懸命情報発信したのに全く評価が上がらない、株主と話しても株主還元しか言われないうことで、疲弊感、やるせなさを感じるのだと思う。このギャップの根源がどこにあるかは一旦整理しておかないといけない。この問題は指針だけではなく政府の成長戦略そのものに関わってくる問題であり、非常に深刻かつ重要な課題と考えている。そういう意味で、自分たちが株主還元しか求められていない企業だということを認識したときに情報発信をどうするかということを考えなくてはならないという意味で、投資家の運用スタイルを考えるということを前に申し上げた。

●61頁、62頁のROIC逆ツリー、ROE逆ツリーの試案について、例えば戦略・施策にある新事業・新製品の展開や納期の短縮、稼働率向上も、細分化すると人的資本につながると思う。他方、人的生産性の向上という言葉は少し危険。生産性向上と言うと、分母のインプットを削減して達成することがこれまで連想されてきたと思うが、我々が考えているのはむしろ分子のアウトプットの増大なので、表現の工夫が必要ではないか。また、ROIC

逆ツリーをさらに細分化していくと、金額だけではないKPIが使えるかもしれない。学びや刺激を得る機会・場に接している時間という金額に表れないインプットは非常に重要であり、日本企業は特にこういうことが上手。こうした時間の成果として、例えば通常3年かかる開発が半年でできたりすると6倍の生産性になる。こういったことを実際にやっている会社がある。オムロンのTOGAの発表等からそういったヒントをもらった。よって、時間に換算していくという方法もあり得るのではないか。

- 63頁のESG評価について、これはグローバルの兆候について話をしているが、私が入手している最新の情報では、グローバルのトップ50の運用機関のうち、20社はこうしたESGスコア、ESGレーティングを利用しているが、残りの30社は自社独自の方法を現在開発している。そうした新しい動きがあり、これは単なるスコア、数字だけではなくて企業の取り組み自体をよく見てくれるということなので、そういうところに合わせていくということが非常に重要ではないか。どうしてそういうことを運用機関が自らやるかという、カバレッジの問題、また何を評価するかという投資哲学との整合性と、過去のデータに基づくのではなくて、フォワードルッキングで最新の情報を取り込むということがある。
- 「4.1.「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」のページは、そのままエグゼクティブ・サマリーに掲載したら良いのではないか。
- 指針（たたき台）全体について、これまで積み上げてきた議論のつながりがはっきり分かり、非常に体系化されていると思う。特に67頁について、人的投資・人的資本を考えると基本スタンスとして、まず原則主義に基づくフレームワークを使って価値創造ストーリーを構築した上で、然る後に特定分野には細則主義を使って補正すれば良いというメッセージは非常に有効。IIRCと価値協創ガイダンスの互換性への言及もあるが、これを読んで思い出したのが伊藤先生のTCFDコンソーシアムでグリーン投資ガイダンスを作ったときの議論。たかだか3年前ではあるが、当時TCFDを前にして多くの企業は「またかよ」とげんなりしてフレームワーク疲れしているという印象が非常に強かった。しかし議論している中で、実はIIRCや価値協創ガイダンスというフレームワークを踏まえた上でTCFDを使うというのは事実上基盤がある話なので非常に楽である、SASBのような細則主義はそれを補正する材料として使えるからかえって良いというコンセンサスできて、あっという間にガイダンスができていったことを非常に印象深く覚えている。そう考えると、これから人的投資・人的資本の開示をしなくてはいけないと悩んでいる企業に、こういうフレームワークを使ってまず戦略で語って各論はSASBのようなものを使えば良い、というメッセージはすごく安心材料になる。この部分はエグゼクティブ・サマリーに入れるべき重要なメッセージではないか。
- 4.3.4.で企業間比較に使われる共通項目と自由演技に属する部分を分けて考えるというのは非常に実践的。特に全社共通部分については機械的にカタログにして企業に選んでもらうぐらいの形が良いのではないか。価値向上に属する部分も、①どの企業にも当てはまる基盤となるような情報（エンゲージメントやダイバーシティーなど）と、②個々

の企業のビジネスモデルに紐づく固有の部分に分けられると思うが、①についてはリスクマネジメント（労働安全衛生や人権など）と統合してカタログ化して、あとは選んだ項目はこのKPIで開示せよというふうに作ってしまうというのが実践的ではないか。そうすると、残るのは②個々の企業のビジネスモデルに固有に結びつく、まさにシナリオで語っていく部分になる。②をどう示していくかについては、かなり個別性があるので、ベストプラクティスで語っていくような示し方もあるのではないか。特に事例としては、80頁で「価値創造ストーリーと研修やスキル向上プログラムとを密接に結び付け」と記載されているが、これはこれで重要な情報である一方、OJTの中で実践されている研修もすごく効果がある。これをどのように見せていくかであるが、前回も述べた通り、顧客への営業力や関係構築力が武器という会社が仮にあるとして、それを人的資本として捉えたとき、育成のための投資をどのように捉えるかを考えたときに、もし定量的に示そうと思ってKPI化しようとする顧客満足度や提案件数、腕利きの営業マンの離職率や定着率などを機械的、テクニカルにつくっていく印象があるが、そうではなくてマテリアリティーの中にそうした能力をしっかりと位置付けて、価値創造シナリオの中でストーリーとしてナラティブに語っていくのが良いのではないか。まずはリスト化し、選べるものをしっかり作った上で、上手く言い難いところはどのように見せるかを議論する。この二段階でいいのではないか。

- ROE、ROIC等の資本効率性について、もちろん長期的には人的投資によって向上させていくということであるが、短期的には費用が増加することによってROEが下がることがジレンマとしてはあるので、4.2.2の書き方は非常に重要になってくる。「1.はじめに」のキャッチフレーズでも「費用としての人件費から、資産としての人的投資」と書かれているが、財務会計の議論と混濁してはいけないと以前述べた。R&Dのように一部資産化できるといった会計基準であればROEにもポジティブな話になるが、人件費を資産化することが会計上認められるという流れでは今はないので、「1.はじめに」のキャッチフレーズの書き方もそういった誤解を生まないような形にした方が良い。
- 「①比較可能性に対する要請が強い開示項目への対応」については、我が国企業としてアピールしたい強みは織り込まれると良いのではないか。もちろん女性の管理職登用比率も大事だが、定着率の高さ（離職率の低さ）や、日本は必ずしも高くないというデータもあるようだが、一人当たりの教育訓練は資産的な価値を持つという意味では大事。また、安全衛生といったリスクマネジメントは、製造業を中心に我が国企業が誇れる部分でもあるので、定量指標として出されると良いのではないか。
- 「制度開示における対応」は、有価証券報告書で人的資本について記載を求めるという方向性が出ているが、有価証券報告書の場合、重要な虚偽記載があった場合の罰則規定があり、企業側、作成者側を萎縮させることにもなるので、例えば重要でないレベルの虚偽記載についての一定のセーフハーバールールが認められるといった枠組みは重要。
- 「②価値創造ストーリーとの関連付けが強く求められる開示項目への対応」は「開示項

目の三段階」の中でも最重要の論点。一方で「③先端的な情報分析や訴求力・説得力を高めるための開示」「可視化に向けた準備とステップ（例）」は、例えばこの指針が理論編と実践編に分かれるのであれば、後者の位置づけ。もし理論編の部分をコアコンテンツとして押し出すのであれば、その後ろに実践編を位置付けるという方法もあり得る。

- 全体構成について、確かに「2.3. 「人的投資を起点とする好循環」に向けた人的資本情報の可視化」を先に読んでしまうと事業戦略、経営戦略からのつながりが見えにくくなるので、「4.1. 「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」を先に出した方が良い。指針の目的は日本企業の成長への貢献だと思うので、そういう意味でもここをきちんと最初に言うことが非常に重要。
- 「4.3.4. 開示項目の三段階」について、①は基本的な部分なので、リスクマネジメントの関係などをきちんと書く。先ほどカタログの話もあったが、ある程度項目を出して選んでいくような形だと思う。重要なのはやはり②。ここは会社によって事業の方向や内容は違いがあるので、汎用的なストーリーはあまりできない。ある企業は、このような背景・状況で事業をこのような方向に持っていきこうとしており、そのためにこのような人的資本が重要である、といった形で、単にKPIだけではなく、何をやっていくかということを入れた例示は「こういう考えでやるのだな」ということが分かる。③については、確かに因果関係の分析は難しいが、これはどちらかと言うと「こういうやり方があります」といった具体的な事例ではないか。やはり②が重要。
- 「可視化に向けた準備とステップ（例）」について、把握編、戦略構築編、プロセス編という形で書かれているが、まずは戦略を書くのが良いのではないか。あまり人的資本経営と可視化ができていない会社に向けてという話もあったが、まず自社はどのような事業戦略を持っていて、どのような方向に持っていくかについて話した上で、「どのようなデータを収集するか」、「それをどのようなプロセスでやっていくという考え方が必要だ」という順で指針の中に入れるべきではないか。
- エグゼクティブ・サマリーについて、「「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」は非常に良い文言で中身があると思う。やはり指針のオーディエンスは企業経営者で、指針の目的は特に日本企業が成長しないというところをどうやって改善していくかということだと思うので、そうした内容をもう一度エグゼクティブ・サマリーに入れて、求められていることをきちんと言うことが必要。どうしても経営者や人事担当者はこのような指針が出るとそれに書かれている開示項目についてやれば良いと易きに流れるケースがあるので、エグゼクティブ・サマリーではそうではなく、自身がきちんと考えることが重要であるということに記載すべき。
- 前回も述べたが、人材部門は経営から見ると人事施策をやっている部門と見られているケースもあるので、財務やIRだけではなく、人材部門も一緒に人的資本経営と可視化を考えていく必要があるということを指針に上手く記載した方が良い。
- これまでの会議でも指針のユーザーを明確にするということが大事だと述べてきたが、

おそらく指針のユーザーと、指針を参考にして企業が情報開示する場合のユーザーは、もちろん重複はあるだろうが違うので、明確に違いを意識しながら進めていくのが良い。先ほども投資家を選ぶことは難しいとか、投資家に応じて開示項目を選ぶというのはどうかという話があったが、おそらくユーザーを理解するという意味で、投資家はどのように企業を見ているか、どのような種類の投資家がいるか、ESGに関心がない投資家もいるということも含めて理解すべきということは記載しておくべきであり、その情報として、先ほど紹介があった情報も含めて参考として入ってくるのは良いと思うが、投資家に応じて開示を柔軟に変えていくとか、開示項目を選んでその人向けに対応するというのは中々現実的ではないし、混乱を招くと思う。

- 指針全体の構成については、おそらくエグゼクティブ・サマリーと共通の論点と思うが、「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」は研究会あるいは新しい資本主義全体の目的に当たるのできちんと掲げるべき。また新しいフレームワークというよりは、統合的なフレームワークとしてすでに価値協創ガイダンスがあり、他のガイダンスと整合的かつ新たに改訂するというので、現在の議論も含めて改訂により盛り込まれるということなので、ここをまずベースにしながら、その中でもとりわけ人的資本についてこの中で議論をしたということが参考として添えられるという形がよいのではないかと。
- 指針の構成として、項目がたくさん盛り込まれているので、ガイダンスのメインの部分と参考の部分、参考の部分の中でも開示に使える部分と開示の背景や考え方の部分は分けてスッキリした構成にできると良いのではないかと。特にROIC逆ツリーや雇用制度の違いはあくまで背景や考え方なので、それをそのまま開示するとか、開示に直接影響するものとして捉えるということにはしない方が良いでしょう。ROIC逆ツリーを開示する企業があっても良いが、それよりはそうした考え方をしっかり持っているという背景の下で、では開示はどうかを考えるものだと思うので、この辺りは明確に分けて文書上も示すと良いのではないかと。また、もちろん経営論が大事というのは論をまたないが、人的経営論を研究会で議論したわけでもないし、指針としてそこについて示すということではないので、むしろこれは背景としての話として扱うべきではないかと。また、言葉の問題として「人的資本経営」というものを改めて言うかどうか。経営全体の中の大切な要素として人材があるということであり、人的資本経営というものがまた新たな経営スタイルとしてあると受け止められないようにした方が良いでしょう。
- 「開示項目の三段階」というのは違和感がある。比較可能な項目からとにかく先にやるといった形になると本旨とずれるので、「段階」ではなく「類型」の方が誤解を与えないのではないかと。
- 投資家が成長企業として捉えている企業は少ないという指摘は極めて重たい指摘。我々としては企業の成長戦略、成長論の一環として今回の議論を捉えている一方で、投資家から現に成長企業として見られている企業が非常に小さい比率に留まるということであれば、成長企業として見られていない多くの企業は、まず誰を壁打ちの相手として成

長戦略を構築していくべきなのか。自社内で突き詰めるのか、あるいは資本市場との関係ではとにかく資本効率の向上が前提となるのか、この点についてどのようなメッセージを指針に盛り込んでいくかも含めてさらに検討が必要となる。

- 64頁で内外の雇用の慣習の差のチャートがある。日本の場合は社内の異動、リスクルが重要という発言があったが、そのことについて私も賛成する一方で、リスクルというのは、今までのJack of all tradesのようなゼネラリストの育成や解雇の代わりに異動させるというのとは全く違うというところは押さえてほしい。新しいプロフェッショナルを開発するのがリスクルであり、その人のキャリアの形成にもなるし、企業の戦略にも合致するものでなければならない。当社も1980年代にビールの営業マンが医薬を販売し、ビールの研究開発員が医薬の研究開発をした。こうしたことができるのは、やはり人事も「こいつは別の分野でもできそうだな」と人をきちんと見ているから。経験者採用、キャリア採用になると、面接の上手い人が通ってしまうということもあるが、リスクルについては人事が長年その人を見ているので、判断ミスは少なく、これもうまく使えば日本の強みになると思う。
- そうは言っても昔と比べると圧倒的に変化のスピードが速く、内部の教育では追いつかないということもあるので、健全な労働市場をつくるという意味で、経験者採用比率は一定水準以上あった方が良い。健全な労働市場が形成されれば、企業としても専門能力が早く買えるし、一定の市場原理が働いて賃金も上がり、その影響で全般的な賃金水準が上がることもあると思うので、いわゆるビジブルハンドとしての社内人財のリスクルと、インビジブルハンドとしての労働市場の育成は、日本の強みあるいは強化課題として指標の中に加えるべき。
- 「車の両輪」としての人的資本経営と可視化」という大きな方向性に賛同。また、「人的投資を起点とする好循環」という考え方にも賛同。
- 報告書の大きなアウトラインを見て、1.～3.が人的資本開示の必要性やコンテキスト、4.はアクションと思ったが、1.～3.に関して、資本市場の側面は十分書いてあるが、労働市場の観点もこれまでも議論があったと思うので、やはり日本における労働市場の活性化、リスクルも含めたところに関して言及があったほうが良いのではないか。
- 今回の人的資本開示に関しては気候変動開示と大きく2点違う。1つは、気候変動開示は一定程度グローバルな動きをフォローする側面が、その是非は別としてあると思う。一方、今回の人的資本開示に関しては極めて内発的な取組みで、国家戦略としての資本市場・労働市場戦略という位置付けであり、その点が大きく違う。やはり特に開示に関して、現状と目指す将来のビフォーアフターを記載すべきではないか。ビジネスモデルと一貫した人的資本の開示が全ての企業において実現されているとか、ストックを意識した開示、取締役会・経営者のコミットメントや、制度開示を中核とする体系化された開示など、こういった状態を将来目指していくのだという一定程度インパクトのあるコミットメントがないと、指針としてのメッセージ性とは失われてしまう。

- 「4.3.4. 開示項目の三段階」に関しては、③の「先端的な情報分析や訴求力・説得力を高めるための開示」は分かりにくく、4.3.3.①の「独自性」の観点と「比較可能性」のバランスから考えると二段階の方が良い。特に重要なのは②の価値創造ストーリーに基づいて企業がしっかりと開示していくというビジネスモデルとの連結性といったところと思うが、ここをしっかりと前に出しつつ比較可能性を担保していく、その上で共通的な開示項目をできれば81頁に基づいて示しつつ、指標に関しては企業のビジネスモデル等をベースにしっかりと会社が説明していくというような共通性と、一方で、会社独自性というものを連動させながら開示を求めていくということが良い。
- 開示媒体に関しては、任意開示の媒体を効果的に活用しつつ体系化を進めるべきという点はあるが、基本的には制度開示である有価証券報告書が中核であるべき。ただし、人的資本情報について、サステナビリティのセクションで開示することが効果的な開示につながるかという点、そこは疑問。これまでもキーメッセージとしてビジネスモデルと結合した開示ということがあるので、ここは有価証券報告書だと経営方針等の開示の中で入っているし、また、リスクやMD&Aと結びついてくるので、そこと分かれてサステナビリティ項目という形で落としてしまうと、その点が弱くなってしまう。また、TCFDやISSBの基準の4本柱の中での「戦略」は、実は戦略そのものではなくて戦略的影響、いわゆるリスク機会に関するものであるため、やはりビジネスモデルとか価値創造戦略と直結する点については経営方針等のほうが近くなってくる。
- 気候変動開示と人的資本開示のもう一つの違いは、前者は情報収集コストが非常に大きく、かつ、重要性が企業によってかなり異なるが、後者は基本的に全ての企業にとって最重要で、追加的な情報収集コストはそれほど大きくない。しっかりと全ての上場企業がマネジメントして可視化を進めていくべき。開示全体を底上げして価値創造能力の底上げにつなげていくというメッセージをしっかりと出していく必要がある。
- 開示項目の三段階について、①は比較可能性が大事であるが、反対に②と③は縦の比較可能性（時系列での進捗の開示）は必要であるが、横の比較可能性（企業間の比較可能性）は二の次であると明確にしておく、企業は非常に開示しやすくなるのではないかと。
- 35頁の3.4.の「資本市場の潮流」で3ポツと4ポツに違和感。3ポツの2行目、「ESGインデックスに自社が組み込まれているか」と「資本市場からどのように評価されているか」は、一般的にESGインデックスはバリュエーションをしない、資本市場はESGだけでバリュエーションすることはないのでつながらない。4ポツは「ESGに関わる取組みが企業価値評価に及ぼす影響」というのは、ESGスコアやインデックス採用による株式の需給への影響のことか、バリュエーションへの影響か不明。インデックス投資はバリュエーションを行わないので、インデックス採用企業がより高い時価総額の伸びを示しているのは単に需給が要因。日本市場では株価は需給で決まるという考え方が多いが、欧米市場では株価はバリュエーションを反映するという考え方が一般的であり、だからこそミスプライスはアービトラージでは是正される。ここで書いてあることはグローバルなコン

テキストのはずなのに内向きのロジックになっている。

- 4.4.の「可視化に向けた準備とステップ（例）」については、この三段階は良いが、必ずこのステップを取らなくてはいけないといった押し付けにならないよう、選択肢として提示するというような形になれば良い。
- 企業価値向上の観点で、経営戦略において、成長か、資本収益性か、をしっかりと選ぶことは重要。企業価値で語ると、どちらかを選ぶのではなく、開示は1つになってくる。これは人的資本にとっても大事で、経営戦略の焦点が間違っていれば人的資本の使い方も間違ってくる。
- 売上高などが成長しても資本コスト割れだと企業価値は向上しない。成長を目指す、というより持続的な企業価値向上にすれば、資本収益性や資本コストの議論とも整合的になるのではないか。
- 61頁のROIC逆ツリーにおける人的資本の位置づけだが、次元が、ここに書いてある施策のもう一つ奥に入っているという状況と思う。例えば、小林製薬はアイデア創出による新商品の開発の土台となる企業風土改革に向け、人事評価を含めて様々な改革を行っている。そうすると、新製品開発のもうひとつ奥に入って、施策を支えるのが人的資本という感じになるので、工夫の余地があるのではないか。
- 4.2.4.のリスクのところは、欧米型にジャンプするのが難しい企業も日本企業の中にはたくさんあるので、欧米型の可能なところを取り入れていくという考え方がよいのではないか、と思う。
- 投資家の企業に対する見方として、グロース、バリューなど様々な見方がある。成長、株主還元、構造改革の3つの代表的なカテゴリーというのは、それ自体は確かに書き込んだ方が良くと思うが、一方で企業からすると、自分たちは成長企業だと思っているのに、投資家に勝手にバリュー株と評価をされて納得がいかない場合もあると思う。そのギャップを埋めることがお互いにとってメリットがあると思うので、ギャップを埋めるためにも、こういった情報開示を上手く活用すればコミュニケーションが改善する、あるいは企業価値が上がっていくというところを実例も踏まえて入れると、今回のレポートの有用性がさらに上がるのではないか。実例は自分も改めて考えてみたい。
- 先ほどキリンの例で、ビールの営業マンが薬も売ったというのは、本人の能力なのか、それともリスクの結果なのか、どちらか。
- 要は選別だと思う。サッカーと野球はかなり違うが、野球選手の中でも「この人はサッカーもできるな」と言った形で選別するイメージ。医薬販売は薬剤師の資格を取る必要があるので、勉強しなくてはならない。ビール販売から医薬販売に異動したのは、当然本人が希望するケースもあったが、ほとんどのケースは会社の指名だった。ビール販売の方が楽なはずだが、医薬販売に移ってきた人の多くが異動して良かったということもある。人事が人を見る期間が長ければ、サッカーではポリバレンタと言うが、他のところでも通用する多能性が見える。一方、キャリア採用は面接一発勝負の面もあり、当然

素晴らしい人もいるが、正直当たり外れもある。ただし繰り返しになるが、現在は変化のスピードがものすごく速いので、健全なキャリアの市場の開発が日本にとっての大きな課題と考え、KPIの一つにすべきと提言している。

- 何人かの委員から、この指針の位置付けをもう少し明確にするとより議論も充実するし、指針の内容のここはもう少し厚く、あるいはここはもう少し軽くて良いというような整理もできるという御指摘があった。
- また、皆さん共通して4.1はエグゼクティブ・サマリーでも良いし、あるいはもっと前倒しでも良いのではないかという構成上の御指摘もあった。
- さらに開示情報を段階で示すのが良いのか、「比較可能性」と「独自性」の二分法に対応する形が良いのではないかという御意見も複数あった。4.3.4の①はどちらかと言うと「カタログの中から各社は選んでください」という形とし、②③については、これこそが企業価値創造につながるものとして、企業間の比較可能性よりは時系列の進捗度を意識して開示してもらうのが良いのではないかという御指摘もあった。
- 可視化に向けた準備とステップで、把握の前に戦略構築ではないかという御指摘もあった。この辺りも次回に向けてリバイズを試みていきたい。
- 指針の様々な箇所これまでの報告書やレポートやその成果を盛り込んでいるが、必ずしも先進的ではない、人的資本経営と可視化に慣れていない企業の社長、CHRO、CFO等に読んでもらうためどのように工夫したら良いかに、次回、皆さんの御意見もいただきながら、よりバージョンを上げていきたい。