

GCNJ・PRI共催【国際潮流セミナー】

資本市場から求められる人的資本経営と企業の対応

2024年4月24日

森・濱田松本法律事務所

弁護士 澤 口 実

人的資本経営と資本市場

ストーリー

比較可能性

リスクマネジメント

人的資本経営と資本市場

人材版伊藤レポート	4
人的資本経営と資本市場	5
株式市場の機関化	6
資本市場からの規律	7
PBR問題と成長への期待	8
無形資産の重要性	9
機関投資家の論理	10

ストーリー

企業価値向上のために	12
ROIC逆ツリー	13
人材版伊藤レポート2.0	14
投資家の思考	15
ストーリー	16
ストーリーに求められること	17
投資家の視点	18
企業の開示事例	19

比較可能性

パッシブ投資の拡大	21
ESGスコアの影響力	22
人的資本可視化指針	23
ISSBの動き	24
投資家の視点：IACのレポート	25
企業の開示事例	26

リスクマネジメント

リスクマネジメントの概念	28
人的資本とERM	29
日本企業における機会とリスク	30
投資家の視点	31
企業の開示事例	32

人的資本経営と資本市場

ストーリー

比較可能性

リスクマネジメント

人材版伊藤レポート

人的資本投資をめぐる状況を象徴している。

- コーポレートガバナンス改革のスタートの象徴にされた本家「伊藤レポート」
 - 日本企業のコーポレートガバナンス改革の必要性を投資家目線で整理し、投資家から強い支持を受けたソフトロー
- 人材版伊藤レポート
 - 経産省がリードし、金融庁がオブザーバーとして参加
 - 研究会メンバーに投資家も参加し、投資家が望む人的資本経営を整理
- 伊藤氏がレポートをまとめるに際して意識した視点（人材版伊藤レポート2.0の序文）

第1は、**コーポレート・ガバナンス改革の文脈で捉える**こと。日本は2010年代に入りガバナンス改革を進めてきた。人事・人材戦略もそうした大きな枠組みの中で議論する必要があった。

第2は、持続的な企業価値創造という文脈で議論すること。今や企業価値の決定因子は有形資産から無形資産に移行した。その無形資産の中核が紛れもなく人材である。したがって、人材の価値を高めれば、無形資産の価値が高まり、それが企業価値を持続的に押し上げることになる。

第3は、**人事・人材変革を起こすのに、資本市場の力を借りようと試みた**。なぜなら先進的な投資家は近年、人事・人材戦略に強い関心を寄せている。その証拠に人事部門の責任者（C H R O）と直接対話を始めている機関投資家も少なくない。今まで見られなかった光景である。こうした観点から、代表的な投資家の方たちに研究会のメンバーになっていただいた。

人的資本経営と資本市場

「人事」が投資家・資本市場を理解すべき時代に

■ 人材版伊藤レポートの内容

- 人的資本経営について特殊な内容ではない。
- 人事担当者の感想*

人事としては当然のことが記載されているのでこれを指摘されることに忸怩たる思いがあった。

■ 投資家目線で整理されている。

- CHROへの注目

経営陣の一員として人材戦略の策定と実行を担う責任者であり、社員・投資家を含むステークホルダーとの対話を主導する人材（人材版伊藤レポート2.0）

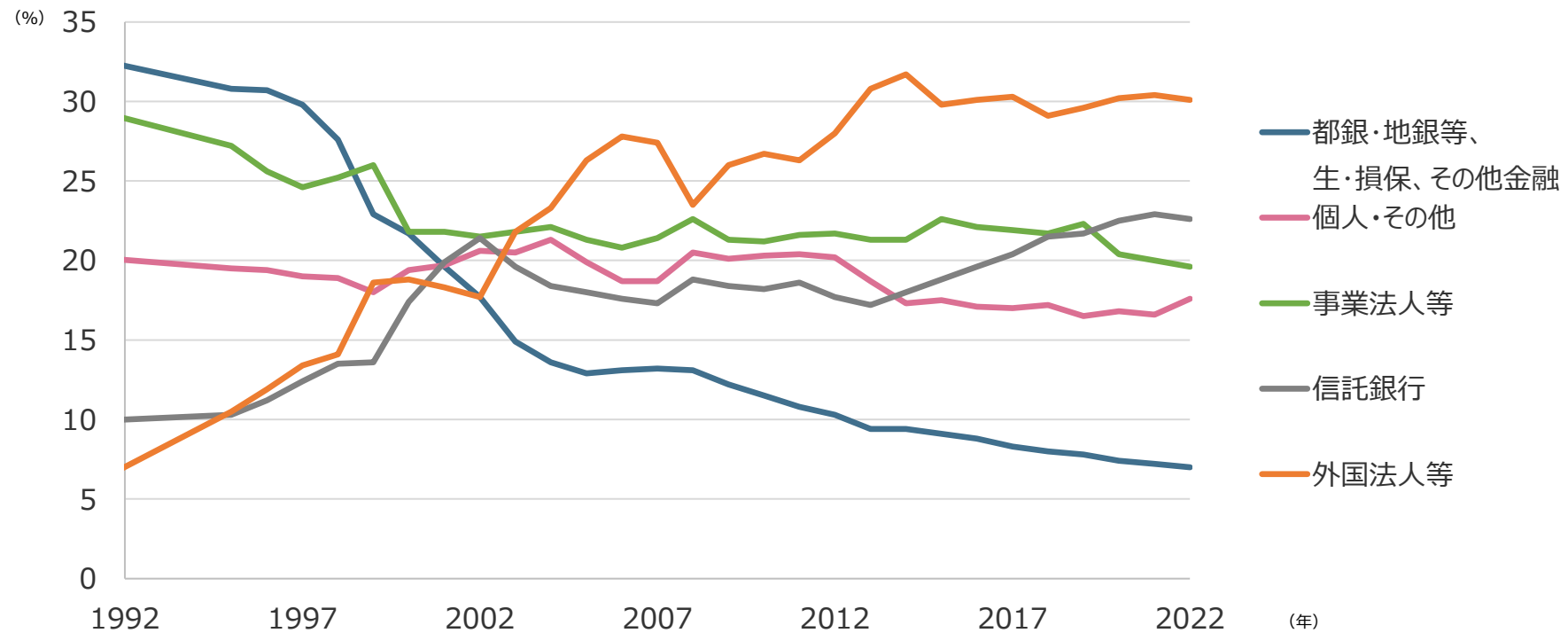
■ 以上から

- 現在の人的資本経営は、投資家が求める企業価値向上を指向
- 「人事」が投資家・資本市場を理解すべき時代に

* 古布薫他「座談会 人的資本経営とエンゲージメント」証券アナリストジャーナル 2023年1月号14頁〔瀬戸まゆ子発言〕。

株式市場の機関化

日本市場では短期間に株主構造が変化し、機関投資家が主要な株主となった*。



* 東京証券取引所等「2021年度株式分布状況調査」

資本市場からの規律

総体としての機関投資家の指向（資本市場からの規律）が上場企業にはルールに準じた存在になっている。

- 株式市場の機関化を背景に
- 機関投資家側ではスチュワードシップ責任・エンゲージメント概念の整理・浸透が進み、上場企業の経営への働きかけの環境が整った。
- 最終的には議決権行使という形で示される機関投資家の指向（資本市場からの規律）が、上場企業に強い影響力を有するように
- 投資家イニシアティブと呼ばれる集団的な行動により、規律が強化される場合も

PBR問題と成長への期待

上場企業はPBR向上の強い要請を受け、市場の成長期待が強く意識されるように

- 2023年の東証要請を契機に、市場も経営者もPBRについての意識が更に強くなっている。
- PBRの分解式：ROEとPERに分解

$$\text{PBR} = \frac{\text{株式時価総額}}{\text{純資産額}} = \text{PER} \left(\frac{\text{株式時価総額}}{\text{当期純利益}} \right) \times \text{ROE} \left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \right)$$

- 資本効率向上（ROE）だけでなく、市場の成長期待の改善を投資家から要求される。
 - 経済産業省産業構造審議会経済産業政策新基軸部会資料

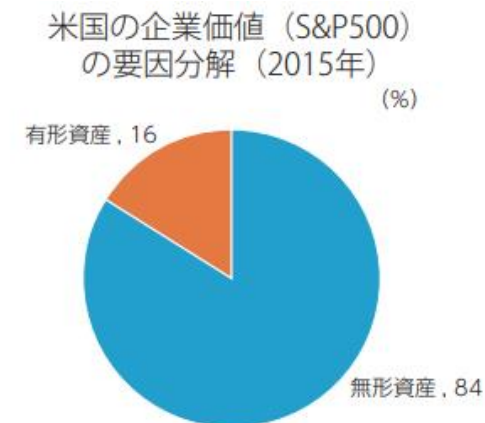
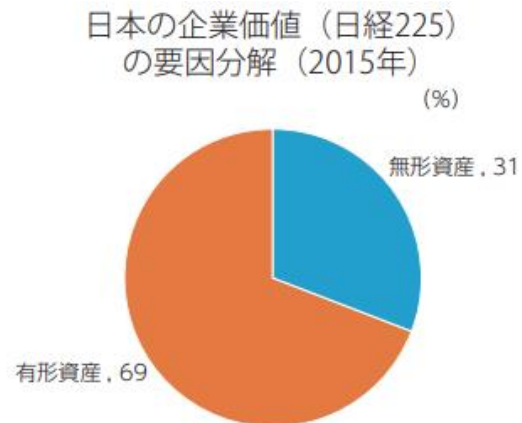
PBRは経営の効率性（ROE）と企業の成長期待（PER）から構成され、PBRをあげるためには、短期的な収益性をあげるだけでなく、中長期的な価値創造に対する市場の期待をあげる必要がある。

- 日本株の株価上昇、政府の資産運用立国を目指す施策、アクティビスト・ヘッジファンドの動きと相俟って、市場の成長期待・株価への対応に大きな変化が生じている。

無形資産の重要性

更に株価を上げるために、無形資産価値を上げる必要に迫られている。

- 米国では上場企業株価は、無形資産価値が大部分を占めるように*



- 無形資産の中核をなすのは、人的資本
- そのため、米国では日本よりも早く、HCM（Human Capital Management）に対して機関投資家の強い関心を集めていた。
- この波が日本にも到来したともいえる。

* 通商白書2022

機関投資家の論理

投資家の視点は企業価値の向上に収斂している。

- 判断基準は、最終的には企業価値の向上・維持に資するか否か
- これを象徴するのが、人的資本可視化指針のコラム③（自社が強調したい価値と投資家からの期待のギャップの克服）
 - 長期的観点で企業評価を行う投資家でも、企業に対して成長、株主還元、事業撤退・資産売却等の構造改革のいずれをどの程度期待するかは、企業の現状の財務パフォーマンスや将来の成長期待に応じて差が生じる。
 - 特に、現に株価が簿価を下回ったり、PER（株価収益率）が低迷したりしている企業の場合、投資家からは「実績として財務パフォーマンスが低いために評価が低い」、あるいは「これまで成長を達成できていない結果として将来への期待も低迷している」ものとして捉えられることを踏まえると、今後に向けた「人材戦略」を説明するのみではポジティブな評価を得ることは難しい。
 - データを見ると、日本では、ROE（自己資本利益率）やPERが低迷し、PBR（株価純資産倍率）が1を下回る企業の分布（下図A領域）や、ROEは一定の水準を確保しつつもPBRが伸び悩む企業の分布（下図B領域）が欧米と比して多い。
 - こうした企業には人材戦略の説明よりも株主還元や構造改革が求められる傾向が高くなることが想定され、企業経営者からすれば「フィードバックがかみ合わない」といったフラストレーションの理由となり、対話が悪循環に陥るリスクがある。
 - こうした構造を乗り越えるためにも、企業経営者には、現状への課題認識を伝え、人材戦略を含む一連の対応が財務指標のどのような要素の改善につながり、長期的な資本効率の向上や成長につながるのか、明瞭かつロジカルに説明していくことが必要となる。
 - 逆に、これまでの実績の低迷理由を認識・直視し、改革に取り組むのであれば、こうした状況でも投資家の納得感を得られる人材戦略を説明し得る。そのようにして構築された戦略は長期的な成長へのより強固な貢献可能性を有していると捉えられる。

人的資本経営と資本市場

ストーリー

比較可能性

リスクマネジメント

企業価値向上のために

企業価値向上につながる人的資本経営は、難題である。

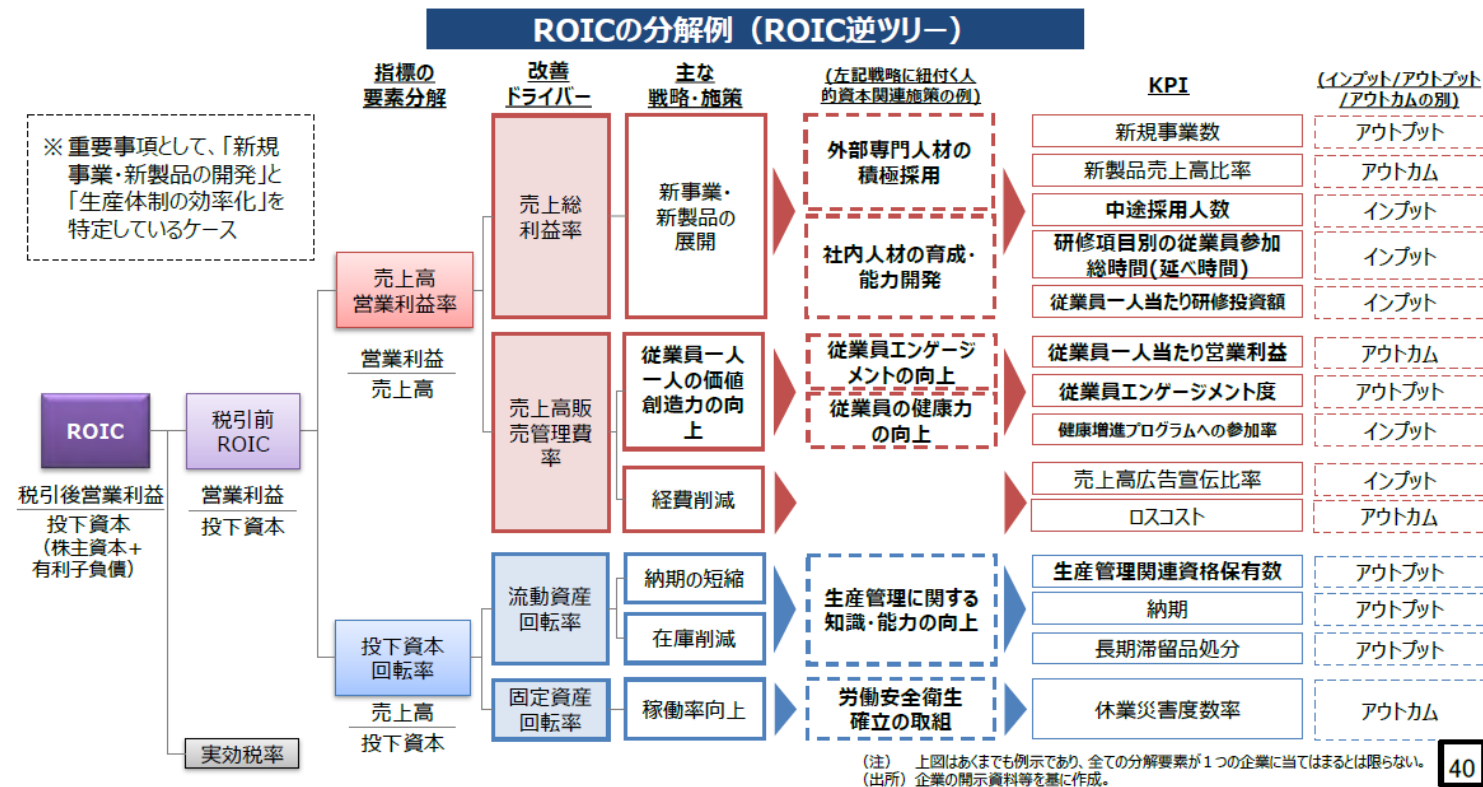
- 企業価値と人的資本投資との相関関係を肯定する実証的研究は比較的多いといわれるが、企業価値が増加する具体的な因果パスは、初歩的なもの以外は不明確
- ウェルビーイングについては「企業価値評価に当たっては重要な要素とならない」という意見も*
- この因果関係の文脈で注目されるものとしては、ROIC等の逆ツリーや、人材版伊藤レポート2.0がある。

* 古布薫他「座談会 人的資本経営とエンゲージメント」証券アナリストジャーナル 2023年1月号22頁〔大堀龍介発言〕。

ROIC逆ツリー

人的資本経営と企業価値の連動に関して、ROIC等の逆ツリーに着眼する動きがある。

- 逆ツリーとは、ROEやROICを要素分解して可視化し、人的資本を含む戦略・施策やKPIと紐付けたもの*



* 人的資本可視化指針

人材版伊藤レポート2.0

紹介する具体的取組やそのポイントを、「アイデアの引き出し」と表現している。

■ 人材版伊藤レポート2.0の各項目

（視点1）経営戦略と人材戦略を連動させるための仕組み

- ① CHROの設置
- ② 全社的経営課題の抽出
- ③ KPIの設定、背景・理由の説明
- ④ 人事と事業の両部門の役割分担の検証、人事部門のケイパビリティ向上
- ⑤ サクセッションプランの具体的プログラム化
 - （ア）20・30代からの経営人材選抜、グローバル水準のリーダーシップ開発
 - （イ）候補者リストには経営者の経験を持つ者を含める
- ⑥ 指名委員会委員長への社外取締役の登用
- ⑦ 役員報酬への人材に関するKPIの反映

（視点2）「As is－To beギャップ」の定量把握のための取組み

- ① 人事情報基盤の整備
- ② 動的な人材ポートフォリオ計画を踏まえた目標や達成までの期間の設定
- ③ 定量把握する項目の一覧化

（視点3）企業文化への定着のための取組み

- ① 企業理念、企業の存在意義、企業文化の定義
- ② 社員の具体的な行動や姿勢への紐づけ
- ③ CEO・CHROと社員の対話の場の設定

（要素1）動的な人材ポートフォリオ計画の策定と運用

- ① 将来の事業構想を踏まえた中期的な人材ポートフォリオのギャップ分析
- ② ギャップを踏まえた、平時からの人材の再配置、外部からの獲得
- ③ 学生の採用・選考戦略の開示
- ④ 博士人材等の専門人材の積極的な採用

（要素2）知・経験のダイバーシティ&インクルージョンのための取組み

- ① キャリア採用や外国人の比率・定着・能力発揮のモニタリング
- ② 課長やマネージャーによるマネジメント方針の共有

（要素3）リスキル・学び直しのための取組み

- ① 組織として不足しているスキル・専門性の特定
- ② 社内外からのキーパーソンの登用、当該キーパーソンによる社内でのスキル伝播
- ③ リスキルと処遇や報酬の連動
- ④ 社外での学習機会の戦略的提供（サバティカル休暇、留学等）
- ⑤ 社内起業・出向起業等の支援

（要素4）社員エンゲージメントを高めるための取組み

- ① 社員のエンゲージメントレベルの把握
- ② エンゲージメントレベルに応じたストレッチアサインメント
- ③ 社内のできるだけ広いポジションの公募制化
- ④ 副業・兼業等の多様な働き方の推進
- ⑤ 健康経営への投資とWell-beingの視点の取込み

（要素5）時間や場所にとられない働き方を進めるための取組み

- ① リモートワークを円滑化するための、業務のデジタル化の推進
- ② リアルワークの意義の両定義と、リモートワークとの組合せ

投資家の思考

経験知に基づく以下のような判断を行っている。

■ 非財務情報可視化研究会 第2回 井口委員配布資料

(ケース1) 資産効率向上のためのROIC経営の導入を行うとの経営戦略に対する評価

⇒ステップ①③④⑥は財務情報も活用

ステップ①: 投資判断・企業分析の前提として、収益構造・財務状況(全社及びセグメント状況)の把握

ステップ②: ROIC導入成功には、(営業・製造部門等における)評価体系・企業文化の変更を通じた“働き方の変革”(人的資本の有効活用)が必要⇒オムロン株式会社のROIC導入好事例が投資家の頭にある

ステップ③: ②の施策が示され、経営戦略に実効性があると判断する場合: 将来長期業績予想を強くみる⇒目標株価上昇⇒「買い」の判断

ステップ④: 経営戦略、及び、②の施策の効果を見極めるため、施策の進捗を示すKPI、及び、決算発表時の決算数値でチェック

ステップ⑤: ④で成果が確認できない場合、改革の進捗を経営者に聞き、改善を求める

ステップ⑥: ⑤を通じ、経営戦略の実現が難しいと判断する場合: 将来長期業績予想を引き下げ⇒目標株価低下⇒「売却」の判断

(ケース2) 新分野進出(DX対応なども含む)・新製品の開発などを行う経営戦略に対する評価

⇒(ケース1)と同様、ステップ①③④⑥は財務情報を活用

ステップ①: 投資判断・企業分析の前提として、収益構造・財務状況(全社及びセグメント状況)の把握

ステップ②: 新分野等で成功するには、新しい知恵(人財)と既存人財に対する教育が必要

⇒新企画の意義の明確化、必要とされる人財の定義・人数、タイムラインごとの施策(ご参考: 中外製薬のDX事例)

＜ステップ③～⑥は、(ケース1)と同様のため、省略＞

ストーリー

経営戦略の実現可能性を高めるストーリーが求められている。

- 逆ツリーへの着眼や「アイデアの引き出し」は、更には実際の投資判断事例からも、厳密な因果関係が求められる世界では必ずしもない。
- 投資家が求める、人的資本投資と企業価値向上の因果パスも、「腹落ち」の世界
- 企業価値向上のために最も重視されているのは経営戦略であり、その経営戦略との連動性、すなわち「ストーリー」が求められている。
- 別の言い方として、「人的資本投資は、企業価値向上のための経営戦略の実現可能性を高めるか否か」で評価される傾向

ストーリーに求められること

多くの「ストーリー」を聞いている投資家から納得されるのは簡単ではない。

- 経営戦略との関連性（統合的なストーリー）
- 人事の関心と投資家の関心にはずれ
- 論理的な内容であり、ロジックが必要
- 投資家は懐疑的
 - エビデンスがあれば有効
- 戦略・目標よりも実行可能性・実現可能性が重要との意見も

投資家の視点

■ アセットマネジメントOne サステナビリティレポート2023

フォーカスエリア③ 人権と健康、ウェルビーイング | 実効的な人的資本経営実現への対話

当社では、実効的な人的資本経営が企業価値に直結する中心的な課題であるとの認識の下、エンゲージメントを強化しています。その背景には、バブル崩壊から始まる長い景気低迷期において人材への投資について欧米と大きな格差が生まれてしまい、結果としてデジタルをはじめ多くの分野で日本の競争力が低下したことがあります。

このような背景から、「人材管理」ではなく「人的資本」と捉えて企業価値向上につなげるためには、経営戦略と人材戦略の方向を一致させているかなど、経営トップのコミットメント、ガバナンス、推進体制、情報開示を含む「戦略レベルでのPDCA」が重要だと考えます。

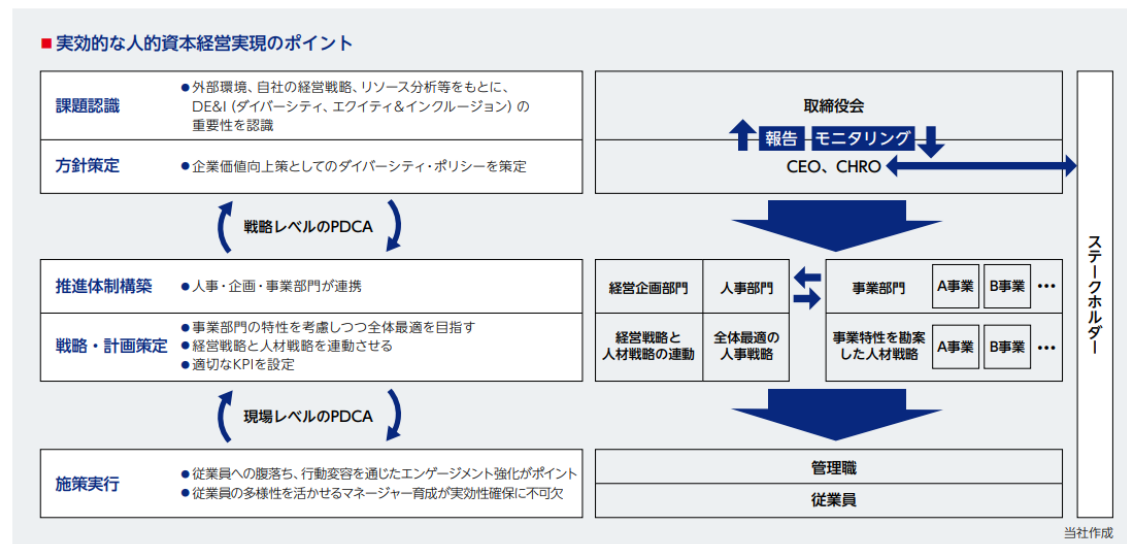
また、人的資本経営への取組みの最大の課題は人材

ポートフォリオ戦略になります。DXをはじめとした事業の見直しなどを進めるにあたっては、必要な体制を想定して教育（リスキル）やリーダーの外部採用など従来とは異なる人材育成や確保が必要です。

その上で、会社の方向性についての十分なエンゲージメントや公正な成果評価などの取組みを積み重ねることが、従業員の活躍・ウェルビーイングにつながり、前向きな企業文化が醸成され行き渡った理想的な状態になると考えます。このようなことを実現していくには「現場レベルのPDCA」が必要です。このように、実効的な人的資本経営の実現は、長期的かつ難易度が高い取組みであるため、KPIを設定し、戦略レベル、現場レベ

ル両面でPDCAを回すことが必須だと考えます。

情報開示については、当社は開示義務となった有価証券報告書に加え、統合報告やホームページなどで経営トップ自らの言葉で企業戦略と同期させた形で人的資本経営について開示・アピールすることを要請しています。男女間賃金格差など取組みを始めたばかりのものでも躊躇することなく現状を開示し、今後の取組方針などの提示が必要です。足下では投資先企業の経営トップやCHRO（人事担当役員）との熱量のある対話が増えつつあります。企業価値向上に向けてこのような対話を更に進めていきます。



当社杉原社長が人的資本経営コンソーシアム第2回総会に発起人として参加。

企業の開示事例

■ 人材版伊藤レポート2.0 実践事例集

事例-10 | 双日株式会社

経営戦略と一体となった人材戦略推進のため「人材KPI」を設定

▶ 視点1 視点2 要素1 要素2

経営戦略と人材戦略の連動

経営会議と取締役会に人材KPIの進捗を定期報告させるとともに、役員報酬の評価にも活用している。

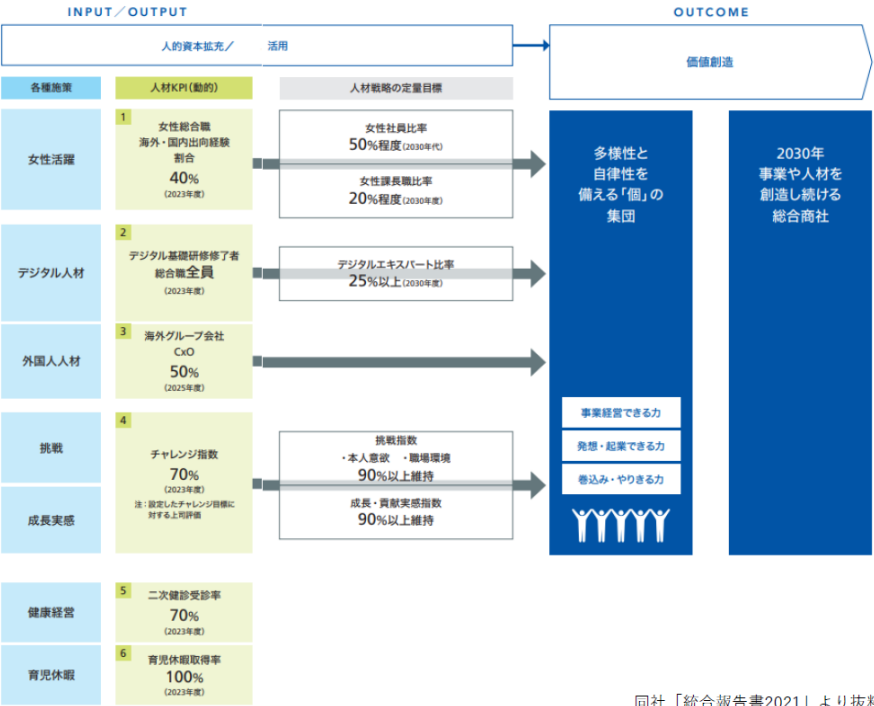
「多様性」を活かすためにKPIを設定

2030年代に女性社員比率50%程度を目指す。
各世代層のパイプライン形成と、経験の蓄積、キャリア意識醸成に継続的に取り組み、将来的に経営の意思決定に関わる女性を増やしていく。
また、海外事業会社を起点に、現地ネットワークに入り込み、事業領域の拡大や新規事業の創出につなげるため、外国人材のCxOポストを拡大していく。

「挑戦」「成長実感」も定量化

社員意識調査に、「新たな発想の実現に組みたい」「自己成長に意欲的である」「双日では挑戦が奨励されている」という項目を設け、人材戦略の柱である「挑戦を促す」「成長を実感できる」の実現に向けて、現状を定量化し、施策検討に活かしている。

- 3つの視点
- 視点1 経営戦略と人材戦略の連動
 - 視点2 As Is-To beギャップの定量把握
 - 視点3 企業文化への定着



同社「統合報告書2021」より抜粋

- 5つの要素
- 要素1 動的な人材ポートフォリオ
 - 要素2 知・経験のD&I
 - 要素3 リスキル・学び直し (デジタル/創造性等)
 - 要素4 従業員エンゲージメント
 - 要素5 時間や場所にとらわれない働き方

人的資本経営と資本市場

ストーリー

比較可能性

リスクマネジメント

パッシブ投資の拡大

パッシブ投資の拡大により、人的資本経営の評価のため比較可能なデータがより重要に

- グローバルにパッシブ投資が拡大している。
 - アクティブ投資を上回る運用実績に着目され、1990年代から急速に拡大し、現在の増加が継続している。
 - 米国国内株式ファンド市場では、パッシブ投資がアクティブ投資を超え、その差は拡大しているといわれている。
- 指数を構成する全企業に投資するパッシブ投資では、エンゲージメントにおける着眼点も個社の「ストーリー」ではなく、より客観的なデータが中心となる。
 - パッシブ投資では、投資先の指数を構成する多数の企業の株式を取得するため、個別企業とのエンゲージメントは自ずと限定的になる。
 - その代わりに、多くの企業に共通するESGマターについて、客観的なデータに着眼する傾向

ESGスコアの影響力

指数（インデックス）作成には、比較可能なデータが不可欠

- ESGを考慮した指数における構成銘柄企業の選定は、ESG情報ベンダーが算定するESGスコアなどによるが、スコア算定には比較可能なデータが不可欠
 - MSCIのESG格付けモデルの階層



人的資本可視化指針

人的資本の情報開示に関するソフトロー

- 内閣府（非財務情報可視化研究会）が策定した。
- 人材版伊藤レポートが日本の完全オリジナルであるのに対して、可視化指針は国際基準との平仄をとりつつ提案されている。
- 付録①で代表的な開示基準等における、人的資本に係る主な開示事項を例示的に紹介

開示事項（例）	任意の開示基準				制度開示・準制度開示			
	ISO (*1)	WEF	SASB	GRI	日本		米国 (SEC)	欧州(ESRS (CSRD)(草案) (*3))
					(有報) (*2)	(CGコード)		
属性別の従業員・経営層の比率	○	○	○(*4)	○	○ (女性管理職比率)	・人材育成方針と社内環境整備方針につき、方針と整合的に測定可能な指標、その目標・進捗状況と併せて開示 ・中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示。多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示（補充原則2-4①） ・取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、スキル・マトリックスをはじめ、取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示（補充原則4-11①）	-	○
男女間の給与の差	-	○	-	○	○ (男女間賃金格差)			○
正社員・非正規社員等の福利厚生 の差	-	-	-	○	-			○
最高報酬額支給者が受け取る年 間報酬額のシェア等	-	○	-	○	-			○
育児休業等の後の復職率・定着率	-	-	-	○	-			○
男女別家族関連休業取得従業員 比率	-	-	-	-	○ (男性育児休業取得率)			○
男女別育児休業取得員従業員数	-	-	-	○	-			-
男女間賃金格差を是正するために 事業者が講じた措置	-	-	-	-	-			○

ISSBの動き

ISSBが人的資本に関する基準を策定し、対応が一気に加速する可能性がある。

- ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）は、激しい規格競争のあったサステナビリティ開示に関する国際スタンダードの地位に
- ISSB は、S1 基準、S2 基準後の、今後 2 年の検討対象についてコンサルテーションが実施されているが*、その前提として、以下の 4 つの potential projects が特定され、その中に人的資本が含まれている。

1	biodiversity, ecosystems and ecosystem services	生物多様性、生態系、生態系サービス
2	human capital	人的資本
3	human rights	人権
4	integration in reporting	報告における統合

- ISSB のスタンダードの影響力は高く、策定されれば企業の対応に大きな影響が想定される。

* <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/05/issb-seeks-feedback-on-its-priorities-for-the-next-two-years/>

投資家の視点：IACのレポート

先行した米国でも、投資家から、比較可能な開示が要求されている。

- SEC Investor Advisory Committeeが、Human Capital Management Disclosureについて Recommendation を公表（2023年9月）
- 2020年の SEC ルールが具体性を欠き、企業が信頼性を持って比較できない一貫性のない開示を行っているとして、以下を提案している。

- 定量的な開示事項の追加

1. The number of people employed by the issuer, broken down by whether those people are full-time, part-time, or contingent workers;
2. Turnover or comparable workforce stability metrics;
3. The total cost of the issuer's workforce, broken down into major components of compensation; and
4. Workforce demographic data sufficient to allow investors to understand the company's efforts to access and develop new sources of talent, and to evaluate the effectiveness of these efforts.

- 定性的な開示事項の追加

narrative disclosure, in the Management Discussion & Analysis, of how the firm's labor practices, compensation incentives, and staffing fit within the broader firm strategy.

企業の開示事例

■ 記述情報の開示の好事例集2023

「サステナビリティに関する考え方及び取組」 3. 「人的資本、多様性等」の開示例

株式会社丸井グループ (1/1) 有価証券報告書 (2023年3月期) P8.28

多様性

3-41

[目次に戻る](#)

【従業員の状況】 ※ 一部抜粋

【サステナビリティに関する考え方及び取組】 ※ 一部抜粋

(4) 管理職に占める女性労働者の割合、男性労働者の育児休業取得率及び労働者の男女の賃金の差異

当事業年度					
名称	管理職に 占める 女性の割合 (%) (注1)	男性の 育児休業取 得率(%) (注2)	男女の賃金の差異(%) (注1, 3)		
			全社員	正規雇用 社員	パート・ 有期社員
提出会社					
㈱丸井グループ (注4)	18.7	110.3	75.8	70.9	90.4
連結子会社					
㈱エボスカード (注5)	—	—	109.4	97.4	109.4
㈱ムービング (注5)	—	—	86.0	98.4	90.0

(1)

(中略)

＜各数値に関する補足説明＞

・当社グループの業種に関する指標は「第2 事業の状況 2 サステナビリティに関する考え方及び取組 2. 会社の考える人的資本経営」に記載しています。「人的資本経営」の詳細なパフォーマンスデータについては、「2023年3月期ESGデータブック」の「社会 (Social)」のカテゴリーをご覧ください。

ESGデータブック
(<https://www.0101maruigroup.co.jp/sustainability/lib/databook.html>)

提出会社における「男性の育児休業取得率」は、(注)2に記載のとおり当該法務・規則に基づき算出されている。当事業年度に育児休業等を取った男性の数が、当事業年度に配偶者が出産した男性の数を上回ったため、100%を超えています。また、「2.会社を考える人」の基本経営④「多様性の推進」と「人々の基本経営に関する指標」に記載している男性の育児休業取得率は、「雇用均等基本調査」基準で算出しているため、上記数値と差異が生じています。なお、「雇用均等基本調査」基準の算出方法は、前事業年度に配偶者が出産した女性に対し、前事業年度と当事業年度の2年間に育児休業等を取

- ・「男女の賃金の差異」において、賃金制度における性別による処遇の差はありません。
- ・提出会社における「男女の賃金の差異」において、管理職における男女賃金差異は92.8%です。

・提出会社における「男女の賃金の差異」において、短時間勤務者の時間補正は行っていない。なお、時間補正後の賃金差異は全社員79.8%、正規雇用社員74.8%です。

(2)

◇人的資本経営に関する指標

(中略)

その他		単位	2019年 3月期	2020年 3月期	2021年 3月期	2022年 3月期	2023年 3月期
社員数	計	人	5,326	5,130	4,855	4,654	4,433
	女		2,340	2,297	2,140	2,082	2,000
	男		2,986	2,833	2,715	2,572	2,433
	20代以下		560	522	461	425	36
	30代		1,183	1,097	938	834	76
	40代		1,801	1,697	1,552	1,461	1,32
	50代		1,716	1,754	1,830	1,800	1,92
	60代以上		72	60	74	54	5
平均臨時雇用者数 （パートタイム雇用者数）	女	人	1,207	1,095	1,088	1,091	99
	男		313	359	399	439	45
	計		1,520	1,453	1,487	1,530	1,44
社員の給与および手当の総額		百万円	30,669	29,484	26,497	27,568	26,833
社員の平均報酬（中央値）		万円	472	465	434	453	48
非管理職の平均給与 （基本給のみ）	女	万円	361	352	359	352	35
	男		456	444	443	438	43
管理職の平均給与 （基本給のみ）	女	万円	781	757	749	752	76
	男		809	790	791	791	79
執行役員の平均給与（役付）	女	百万円	-	-	-	-	-
	男		-	-	-	47	5
執行役員の平均給与	女	百万円	-	-	-	28	2
	男		-	-	-	28	2
組合加入社員比率		%	94	95	93	93	9
労働災害による負傷者数	社員	人	78	72	55	55	5
労働災害による死亡者数	社員	人	0	0	0	0	0
休業災害発生率（LTIFR）	社員	-	0.94	0.91	0.55	0.64	1.0

好事例として着目したポイント

(1) 【従業員の状況】の注釈で、人材に関する指標を【サステナビリティに関する考え方及び取組】に記載していることを記載するとともに、人的資本経営の詳細情報の参照先として、ESGデータブックへのリンクを記載

(2) 非管理職・管理職のそれぞれにおける男女別の平均給与の実績等を詳細に記載

人的資本経営と資本市場

ストーリー

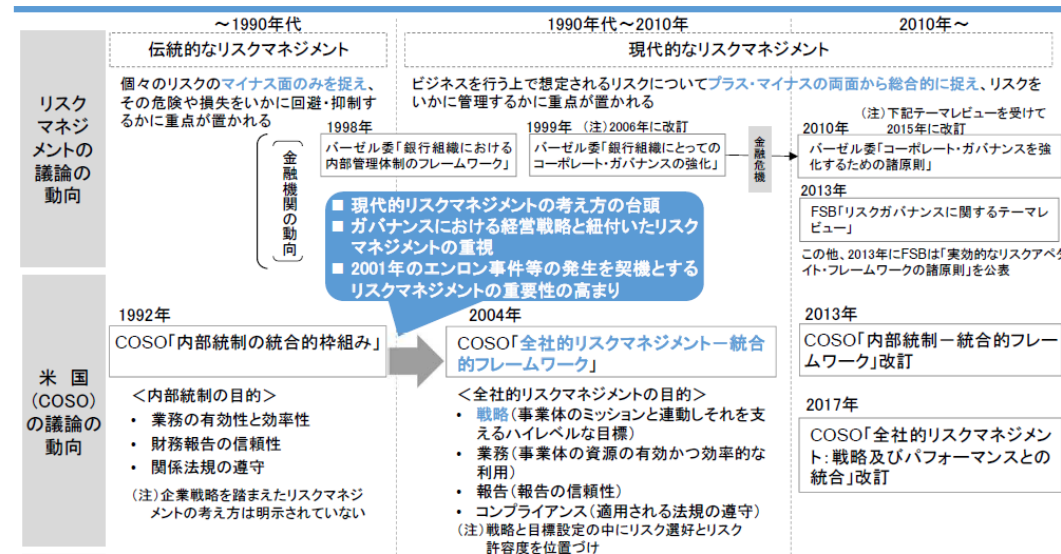
比較可能性

リスクマネジメント

リスクマネジメントの概念

変遷を経て現在はERMが主流となり、投資家にも浸透している。

- リスクマネジメント概念は変遷を経て Enterprise Risk Management（全社的リスクマネジメント）
 - コーポレートガバナンス・コード改訂時の金融庁資料



- 「機会」と「リスク」の両面を管理することに特徴
- 投資家にも広く浸透している。

人的資本とERM

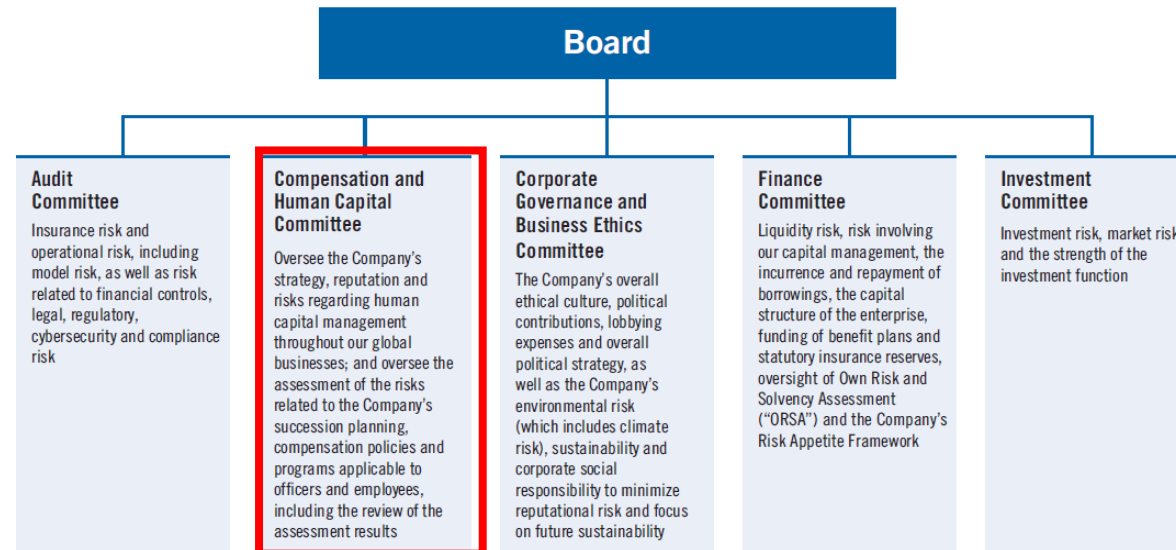
人的資本について投資家はERMに着眼している。

- 投資家は人的資本についても ERM の観点でみている。

- 前記のSECのIACのレポート

investors still need fundamental HCM metrics to anchor industry- and company-specific information to **seize opportunities and mitigate risks.**

- Prudential Proxy Statement 2024 Board Risk Oversight



日本企業における機会とリスク

日本企業の場合は、人的資本の毀損リスクの低減が重要となっている。

■ ERM視点での人的資本経営

- 「機会」は、前記した経営戦略との統合的ストーリー
- 「リスク」は、現在の日本企業の経営環境において、労働人口の減少と技術革新の観点で重大と考えられている*。

■ 労働人口の減少

- 日本経済で顕著な、人手不足の深刻化

■ 技術革新

- DXや更にAIによって技術に代替される、あるいは新規に創出される労働需要

* 三瓶裕喜「パネルディスカッション 日本再生への道 鍵となる人的資本の活用を考える」証券アナリストジャーナル 2024年1月号55頁〔武田洋子発言〕

投資家の視点

■ 三井住友トラストアセットマネジメント スチュワードシップレポート2023

人的資本経営の推進へのSMTAMの取り組み

～人への投資による将来の企業価値向上へ～

2020年に経済産業省が「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書～人材版伊藤レポート～」を発表し、その後岸田内閣が「経済財政運営と改革の基本方針2022（いわゆる「骨太の方針2022」）」で新しい資本主義を実現するために人への投資の拡大を明確に打ち出したことから、人的資本経営への注目が高まっています。人的資本経営とは、人材を企業活動の「資本」と捉え、その価値を最大限に引き出すことによって持続的な企業価値向上につなげる経営手法です。改訂版「骨太の方針2023」では、三位一体の労働市場改革の成果としての構造的賃上げによる「賃金と物価の好循環」、公的投資を呼び水とした「人への投資を中心とした民間投資拡大」を進め、多様な人材が企業の生産性の向上につながる社会を創ることを目指しています。

人的資本経営が注目される背景

人的資本経営が注目される背景には、企業を取り巻く環境変化があります。日本では少子高齢化による労働人口の減少を補うための女性、シニア世代、外国人などの登用が必要になっており、これまでの画一的な人材管理から、従業員一人ひとりに応じた柔軟な勤務形態の採用が求められています。新型コロナウイルス感染症を経験したことで、企業はリモートワーク定着などの働き方改革や人事関連制度の見直しを加速させています。また世界の潮流に目を転じると、AIやロボットが業務を最適化する第4次産業革命を迎え、従来発想や既存テクノロジーの延長線上では、企業が差別化を図ることが困難となっています。競争力向上にはイノベーションが不可欠で、それを創出するのは人材に他なりません。イノベーションの源泉としての多様な人材と、個々の従業員の能力を最大限発揮する環境整備を進めることが人的資本経営の狙いです。さらに人的資本経営は、SDGsの目標8「働きがいも経済成長も」やダイバーシティ推進、人材育成といった社会の要請にも応じるものです。人的資本経営は、従業員にスキル習得の機会と働きやすい環境の提供を通じて、労働満足度の向上を図りながら、企業、ひいては経済成長の実現を目指します。株式市場も、ESG投資の観点から人的資本経営がもたらす中長期的な企業価値向上と社会課題解決の両立を重視しています。当社では12のESGマテリアリティにおいてESGのS（社会）の「人的資本」「安全・責任」で人的資本経営を取り上げ、投資先企業とのエンゲージメントの重点領域に位置付けています。また、取締役会のダイバーシティ推進の観点からG（ガバ

ナンス）でも重要項目と考えています。それは、取締役候補者の社内人材である管理職に占める女性比率や外国籍社員比率は、将来の取締役会における多様性の鍵となるためです。

人的資本投資を価値創造ストーリーの中で提示

企業が人的資本経営に取り組むのには、外部環境の変化のみではなく、企業自身の財務・非財務評価を通じた積極的な企業価値向上の視点も挙げられます。従業員の持つ能力の可視化による適材適所の人材配置や人的資本投資による従業員のスキルアップは、業務の生産性向上をもたらします。また、戦略的な人材育成によるモチベーションの維持・向上は、従業員の帰属意識の改善につながります。さらに人材育成に注力する企業は、労働市場での評価向上を通じ優秀な人材の獲得の可能性を高めます。これらの結果、人的資本経営に取り組む企業は、財務価値（経済的利益）と未財務価値（社会的価値）の両面から企業価値向上を実現する可能性を高めます。ただし、人的資本経営の実現には、経営戦略と人材戦略が一体となって価値創造ストーリーに反映されることが重要です。経営トップが考える将来像と現状とのギャップを定量的・定性的に認識し、その克服に向けて必要な施策を実行するための人材戦略目標や適切なKPIを設定する必要があります。これら施策の効果検証を行い、必要に応じて人材戦略を繰り返し、ありたい姿に近づく取り組みが不可欠です。こうした人材戦略の実行には、企業文化としての定着も重要です。マネジメントから従業員まで企業理念やパーパスを共有し、人材戦略を含む経営戦略が組織内で浸透・定着し、従業員一人ひとりが自分事として理解することで戦略の実効性が高まりま

す。DE&I*の浸透、働きやすい職場環境の整備、安全な労働環境の管理、ウェルビーイング向上とともに、これらの効果検証のための従業員エンゲージメントの実施が重要と考えています。

グローバルに進む人的資本の開示

人的資本関連の情報は、将来の企業価値判断上も有益な指標であることから、企業に積極的な情報開示を求める動きが世界的にも活発化しています。EU（2017年）、米国（2020年）では人的資本開示の義務化が既に始まっていましたが、日本でも2023年1月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正・施行され、2023年3月期決算から有価証券報告書での開示が義務付けられました。上場企業中心に対象企業数は約4,000社となります。有価証券報告書には「サステナビリティに関する考え方及び取組」が新設され「サステナビリティ全般」項目にて「ガバナンス」と「リスク管理」の開示が義務化されました。「戦略」と「指標及び目標」は重要度に応じ企業の裁量が認められますが、「人材の多様性を含む人的資本」では「人材の確保の多様性」「人材育成の方針」「社内環境整備に関する方針」は必須開示項目とされました。また「従業員の状況」は内容充実に図られ、「女性管理職比率」「男性の育児休暇取得率」「男女間の賃金格差」の開示も義務付けられました。

有価証券報告書における人的資本開示

【事業の状況】「サステナビリティに関する考え方及び取組」を新設	
サステナビリティ全般	
ガバナンス	開示必須
リスク管理	
戦略	重要性を踏まえ 各社が開示を判断
指標及び目標	
人材の多様性を含む人的資本（戦略ならびに指標及び目標）	
人材の確保の多様性	開示必須
人材育成の方針	
社内環境整備に関する方針	
【従業員の状況】女性活躍推進法等に基づく開示が追加	
女性管理職比率	開示必須
男性の育児休暇取得率	
男女間の賃金格差	

出所：「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正内容を基にSMTAM作成

しかし当社は、こうした企業の定量情報開示だけでは不十分と考えています。数字が示す現状と将来像との乖離を埋めるために、企業がどのような取り組みを行うつもりなのか、ストーリー立てで説明が必要だと考えています。例えば、男女間の賃金格差が何に基づくものかを説明し、格差解消に向けてどのような取り組みを行うのか、適切な目標・KPIを定めて進捗状況を開示、説明する必要があります。また今後は、「人的資本可視化指針」（2022年8月）や国際標準化機構（ISO）が設定するISO30414の11項目等を参考に、企業独自の開示項目を定めて自社の価値創造ストーリーに説得力を持たせるなど、企業価値向上につなげる工夫が必要ではないでしょうか。

ISO30414が求める人的資本開示の11領域

1	コンプライアンスと倫理
2	コスト
3	多様性
4	リーダーシップ
5	組織文化
6	組織の健康・安全・ウェルビーイング
7	生産性
8	採用・配置・離職
9	スキルと能力
10	後継者育成計画
11	労働力

出所：国際標準化機構（ISO）資料等を基にSMTAM作成

エンゲージメント活動を通じた人的資本経営の推進

日本には「企業は人なり」、「人は財産なり」という言葉がありました。しかし、バブル崩壊後の長期経済低迷期を経て人への投資が疎かとなり、硬直的な労働環境と相まって企業のイノベーション創出力は衰え、競争力の低下を招きました。当社では、人的資本開示の強化を契機に、エンゲージメント活動を通じた投資先企業の人的資本経営の取り組みの強化を促していきたいと考えています。企業の「パーパス、ビジョン、ミッション」に照らし人的資本が最大限活用されているのか定性・定量情報の共有を求めるとともに、経営戦略と人材戦略が整合的に価値創造ストーリーに織り込まれるよう議論することで、投資先企業の価値向上につなげるべく積極的に支援していく方針です。

*ダイバーシティ、エクイティ&インクルージョンの観、多様性・公平性・包摂性。

企業の開示事例

■ 人的資本経営コンソーシアム 好事例集

事例-18 「多数精鋭」に向けた基盤づくり



株式会社ニトリホールディングス

卸売・小売業 ▶ 製造小売業/物流等

実践 IT・DX人材の確保に向けた拠点の設立

3つの視点 ① ② ③ 5つの要素 ① ② ③ ④ ⑤

2032年までに3,000店舗、売上高3兆円というビジョン達成に向け、IT・DXの更なる加速が必要不可欠と判断。現在400名超のIT・DX人材を、2032年には1,000名以上まで増やす。IT・DX人材の確保に向けて「株式会社ニトリデジタルベース」を整備。成果に応じて高い報酬を支払う制度など、IT・DX人材が働きやすい環境を整える。

POINT

フレックス勤務・在宅勤務の導入や、服装規定の廃止など、働きやすい環境をソフト面でも整備。

図52 DX基盤としてのニトリデジタルベース



本社よりも都心に近い目黒にオフィスを整備し、IT人材が働きやすい環境を整える。オフィス内部は、フリーアドレス制を採用。ワークスペースは、コミュニケーションのしやすさを重視して設計されており、社員が簡単な打ち合わせをしやすい環境を整えている。

実践 報酬を減額せず、転勤を行わない働き方を認める

3つの視点 ① ② ③ 5つの要素 ① ② ③ ④ ⑤

「多数精鋭」の組織作りに向けて、全ての社員にとって働きやすい環境整備に取り組む。転居が必要のない働き方を求める社員の声に応じ「マイエリア制度」を導入。首都圏・関西圏に居住する社員のうち、希望する社員は、転勤を命じられない。また、社員が利用しやすい制度とするため、制度の利用による報酬減額は設定していない。

POINT

転勤のインセンティブは、転勤時の手当を2〜4倍とすることで高めている。

図53 「マイエリア制度」の概要

対象	入社から一定期間の経過した(株)ニトリ総合職社員
対象エリア	首都圏・関西圏 ※今後拡大を予定
利用期間	制限なし
報酬	減額なし
役職	制限なし

開示 性別や経歴にとらわれない人材活用の方向性を開示

3つの視点 ① ② ③ 5つの要素 ① ② ③ ④ ⑤

多様な人材の力を最大限発揮できる職場づくりに向けて、性別や経歴にとらわれない人材活用を目指す。有価証券報告書では、女性や外国人、中途採用者の管理職への登用の推進に焦点を当てて記載。特に女性管理職比率は2030年までの目標値とともに、短時間勤務で活躍可能なポストや女性管理職ポストの拡大等の施策を示す。

POINT

女性管理職比率は実績値だけでなく、具体施策を開示し、KPI達成へのコミットメントを示している。

図54 有価証券報告書における開示内容（抜粋）

名称	管理職に占める女性労働者の割合
(株)ニトリ	17.5%
(株)島忠*	8.9%

16.8%

2030年代の女性管理職比率の目標

40%程度

*島忠はニトリホールディングスのグループ会社である

ご清聴ありがとうございました

弁護士 澤口 実

minoru.sawaguchi@mhm-global.com