特集 人的資本経営とエンゲージメント

解　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第三小委員会委員　河　西　洋　文 CMA・CIIA

本特集は、2022年11月号からの３カ月にわたる人的資本関連の特集の最後となる第三弾である。11月号では変わりつつある雇用制度や働き方と生産性との関係について考察し、続く12月号では近年耳にすることの多くなったウェルビーイングが企業の活動や企業価値に及ぼす影響、従業員のみならず社会のウェルビーイング改善の視点からの投資家のエンゲージメントなどにつき論議した。これらに続き、今月号では、人的資本経営について、企業での実際の取り組みやそれを評価する投資家の視点といった側面から、市場との関係について取り上げている。加えて、人的資本の会計上の認識・開示についての今後の可能性についての論議や、人的資本経営の特質や課題を踏まえつつその将来を展望することで、証券市場にかかわる読者諸氏の参考となる内容の提供を試みている。

11月号、12月号の特集でもみてきた通り、人的資本とその活用が企業活動の生産性、ひいては長期的な企業価値に重要な影響を及ぼすことは多くの認めるところであり、日本企業の経営においても、あるいは投資の意思決定に際しても、必ずしも明示的にではないにせよ長期にわたり認識されてきた事実であろう。また、産業構造の変化もあって、その相対的重要性が増してきているのも、広く言われているところである。当然ながら、投資家が企業を評価し意思決定を行うに際してのファクターとしても注目度を増しており、他の無形資産とともに様々なアプローチで考察の対象となってきている。

このような環境を踏まえ、**座談会「人的資本経営とエンゲージメント」**では、バイサイドでの経験豊富な諸氏が、現場で人的資本活用に向け変革に取り組む上場企業のCHRO（最高人事責任者）とともに、人的資本経営について、企業での実態、雇用制度や慣行、情報の開示、投資家と企業の対話、株式評価への反映といった一連のテーマにつき投資家、企業双方の立場から意見を交わしている。2020年に出された人材版伊藤レポート（注１）に続き、21年にはコーポレートガバナンス・コード（改訂版）（注２）、非財務情報の開示指針研

（注１）　経済産業省「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―」、2020年９月。
（注２）　東京証券取引所「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―」、2021年６月。

究会中間報告（注3）、2022年には人材版伊藤レポート2.0（注4）、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（注5）、人的資本可視化指針（注6）と人的資本とその開示に関しての検討結果が相次いで発表されている。近年の関心の高まりを反映したものといえるが、座談会では企業の人事部門トップがどのように受け止めたか、あるいはレポート作成にそのメンバーとして関与した出席者による背景の解説などもあり、読者がこれらのレポートを理解する際の一助になろう。

座談会は、まず、近年多くの企業で設置されるようになったCHROについての話題である。CHROは、経営戦略と連動した人材戦略の策定・実行をCEOに代わって主導することが期待されるが、リコーでCHROを務める瀬戸氏からその役割や活動が実例も交えて示され興味深い。11月号からの特集でも取り上げられてきたジョブ型雇用制度、ウェルビーイング、あるいはダイバーシティといった事項についても、出席者の経験も踏まえた意見交換がなされている。ジョブ型雇用制度については、企業ごとに経営戦略にマッチした制度や運営であることがポイントであろう。ウェルビーイング、ダイバーシティ、パーパスなどについても、リコーやオムロンのみならず座談会出席者が働いていた資産運用会社での実例も紹介され、議論が進められる。

これらの事項については、11月号からの特集でもみてきた通り、生産性や企業価値との関連は単純ではなく、数値化も容易ではないことから、業績予想や株価のバリュエーションなどの企業評価にどのように反映するかは様々なやり方がある。経営戦略や人的資本活用戦略自体もさることながら、むしろその実行可能性を企業の実態をみながら総合的に評価することがポイントとなろう。

もう一つのテーマは、企業と投資家との間でのやり取り、すなわち情報の開示とエンゲージメントである。開示については、様々な基準やガイドラインが出されているが、独自性と比較可能性のバランスも視野に入れながら、それぞれの企業でどういった情報が投資家の関心事である成長性や収益性などにつながるかという観点が重要といえる。エンゲージメントについても実例を交えて意見が披露され参考になろう。

座談会に続く二つの論文では、人的資本経営に関連した内容で今後を展望したものを取り上げている。人的資本を含む無形資産が企業価値創造の中核として認識されているのは周知の通りであるが、投資家などの外部者が利用する財務諸表での人的資本の表示（いわゆるオンバランス化）は進んでいない。**島永論文「サステナビリティ報告の概念フレームワークと人的資本会計」**では、この人的資本の認識・測定と開示について考察する。人的資本については、その開示についてのニーズの高まりとともに、開示内容や方法について様々な議論がなされているのは上述の通りである。しかしながら、種々の試みがなされたものの、製造資本や財務資本と性質が異なる人的資本を、製造

（注３） 経済産業省 非財務情報の開示指針研究会「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて―「非財務情報の開示指針研究会」中間報告―」、2021年11月。
（注４） 経済産業省「人的資本経営の実現に向けた検討会報告書―人材版伊藤レポート2.0―」、2022年５月。
（注５） 金融庁「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―中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて―」2022年６月。
（注６） 内閣官房 非財務情報可視化研究会「人的資本可視化指針」、2022年８月。

資本や財務資本を対象とした現行の財務諸表に計上することは困難とされている。そこで、筆者は、既存の財務報告とは別の報告書をサステナビリティ会計に導入することで、人的資本の認識・測定問題を前進させる可能性を模索している。

国際的に統一されたサステナビリティ関連の開示基準を策定すべく、IFRS財団は2021年、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を設立したが、国際会計基準審議会（IASB）の「財務報告に関する概念フレームワーク（CFFR）」（企業会計の基礎となる考え方の前提や概念を体系化したもの）に相当する「サステナビリティ報告に関する概念フレームワーク（CFSR）」についてはISSBでは検討されていない。しかしながら、Capitals Coalition（注7）により、CFFRを元に、そのサステナビリティ報告版ともいえるCFSRの試案が提示されている。そこでは、人的資本のみならず、自然資本、社会資本も対象とされているが、筆者はこのCFSRの試案について解説・検討を行い、併せて課題を指摘しながら、このアプローチによる人的資本の認識・測定問題の前進可能性を探っている。筆者も述べているように、試案における種々の概念が広く受け入れられるには課題は多々あるが、利益や費用に相当する概念が、ウェルビーイングの増減と関連付けられるなど、興味深い点も見受けられ、今後の展開が注目されよう。

最後に**鶴論文「企業の労働の未来―人的資本経営の今後の展望―」**は、11月号から本号までの人的資本関連の特集で取り上げてきたウェルビーイング、ジョブ型雇用、情報開示といったテーマに触れながら、過去の「失われた30年」で転換の遅れた経営戦略と人材戦略について、その変革の必要性を示唆している。また、人的資本経営へのアプローチを、設備投資であれば設備の性能アップや新機能追加にあたる人への投資による能力やスキルの向上（人的資本の水準拡大）と、設備稼働率の向上にあたる働き手のパフォーマンス向上（人的資本の稼働向上）に分け、比較的短期間で効果の出やすいウェルビーイング向上による後者の実現の際のポイントを示している。昨今の議論では前者に焦点が当たる傾向が見受けられるようだが、アウトプットは両者の掛け算であり、時間もかかり、いわゆるメンバーシップ型雇用的要素が多い環境では従業員と高めるべきスキルのマッチングの難しさもある前者のみでなく、後者についても積極的に取り組むのが企業としては効果的としている。ウェルビーイングについては、12月号でも特集し、本号の座談会でも取り上げられているが、筆者も指摘するように、多様な手段でウェルビーイングを向上させることは可能であり、積極的に取り組んでいる企業もあるようだ。生産性、ひいては企業価値向上に向けた取り組みが期待される。

人材版伊藤レポートの提言については、企業の成長にイノベーションや新たな付加価値創造が必要だとすると自然と導かれる内容であるとし、その実現にはジョブ型雇用が一定程度導入されることが必要で、企業は正面から向き合うべきと指摘している。また、メンバーシップ型からジョブ型への移行が進む際のパーパスの重要性にも言及しており、本号座談会でも触れられたように、グローバル化もあってメンバーシップ型の均質な環境ではなくなった中でのトップのメッセージの伝え方にも示唆があろう。

（注7） Capitals Coalition：2020年にNatural Capital Coalition（自然資本連合）とSocial & Human Capital Coalition（社会・人的資本連合）が合併し創設された組織。概要については、島永論文参照。

1990年代後半以降の日本経済の長期低迷と相対的な賃金水準の低下から脱却すべく、政府の提唱する「新しい資本主義」においても労働移動の円滑化とリスキリングなどが掲げられている。企業収益の源泉の主軸が有形資産から無形資産にシフトして久しく、日本の無形資産投資の相対的な低さが国際競争力や利益率低迷の要因となってきたといわれているが、中でも人的資本については、長年の雇用制度・労働慣習からの急激な変化が難しいこともあり、失業率は低いものの、低い生産性と賃金の伸びが課題となってきた。労働移動率の低さが効率的な人的資本の配分を妨げる要因の一つとみる向きもある。そのような中で、働き方改革以降、生産性向上についての意識は一層高まってきており、業務効率の向上と新たな付加価値の創造を達成すべく、人的資本の充実とそのリターンの向上が改めて注目されている。

11月号で見た生産性向上につながる働き方や雇用制度、12月号で焦点を当てたウェルビーイングとその生産性への影響、これらの開示や投資家サイドでの評価におけるポイント、さらにはエンゲージメントなど、人的資本を軸に３カ月にわたり特集を組んできたが、まだまだ状況は進行形である。企業レベル、あるいは経済全体で、生産性、競争力、企業価値向上につながるような人的資源拡充とその活用について、今回の特集が読者の理解を深める端緒となることを期待したい。

©日本証券アナリスト協会　2023