

第9回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」議事概要

※未定稿であり、今後、修正される可能性もあります。

◎議題「人的資本について」

◎開催日時・場所

2023年12月19日（火）14時00分～17時35分

東京大学本郷キャンパス国際学術総合研究棟 TAISEI ホール

◎出席者（50音順）

- 有吉 尚哉 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士
池田 宜睦 元東京大学公共政策大学院特任教授
(証券取引等監視委員会事務局特別調査課犯罪調査能力開発分析官)
岩澤 誠一郎 名古屋商科大学ビジネススクール教授
大崎 貞和 東京大学公共政策大学院客員教授（株式会社野村総合研究所主席研究員）
小野 傑 東京大学公共政策大学院客員教授
(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士)
梶原 真紀 みずほ証券株式会社グローバル戦略部産官学連携室上級研究員
[今回から定例メンバー]
金澤 浩志 中央総合法律事務所弁護士
倉持 亘一郎 金融庁企画市場局企業開示課国際会計調整室長 [今回報告者]
小出 篤 早稲田大学法学学術院教授
幸田 博人 京都大学経営管理大学院特別教授
後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授
柴崎 健 SBI 大学院大学経営管理研究科教授
塚本 憲弘 マネックス証券株式会社執行役員フィナンシャル・インテリジェンス部長
保田 隆明 慶應義塾大学総合政策学部教授
堀 天子 森・濱田松本法律事務所弁護士
松尾 琢己 株式会社日本取引所グループ総合企画部企画統括役 [今回から定例メンバー]
丸山 隆志 アセットマネジメント One 株式会社常務執行役員 [今回報告者]
森 洋一 公認会計士 [今回報告者]
森本 紀行 HC アセットマネジメント株式会社代表取締役社長

守屋 貴之 東京大学公共政策大学院特任教授
安田 洋祐 大阪大学大学院経済学研究科教授
柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科教授〔今回基調講演者〕
油布 志行 金融庁総合政策局長

※定例メンバーのうち、今泉宣親氏（金融庁企画市場局市場課市場企画室長）、黒田真一氏（株式会社イノベーション・インテリジェンス研究所）、塚本憲弘氏（マネックス証券株式会社執行役員フィナンシャル・インテリジェンス部長〔今回から定例メンバー〕）が都合により欠席。

◎議事次第

1. 全体挨拶

後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

2. 趣旨説明

大崎 貞和 東京大学公共政策大学院客員教授（野村総合研究所主席研究員）

3. 基調講演 「これからの人的資本経営について」

柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科教授

4. 報告

①「投資家からみた人的資本経営について」

丸山 隆志 アセットマネジメント One 株式会社常務執行役員

②「統合報告とサステナビリティ開示のコンテキストから捉える人的資本開示」

森 洋一 公認会計士

③「人的資本に係る開示規制の現状について」

倉持 亘一郎 金融庁企画市場局企業開示課国際会計調整室長

5. 報告を受けたディスカッション

6. 総括

小野 傑 東京大学公共政策大学院客員教授

（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士）

司会 守屋 貴之 東京大学公共政策大学院特任教授

◎議事概要

※以下、発言録内においては敬称略。

1. 全体挨拶

後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

○後藤 東京大学大学院法学政治学研究科の後藤でございます。

神作（裕之）教授（現・学習院大学大学院法務研究科教授）からみずほ証券の寄附講座の運営委員を引き継がせていただきました。そのようなことがなければ私のような若輩者がここで全体挨拶をするというのはなかなか考えられないことではあるのですが、どうぞよろしくをお願いいたします。

今回、第9回目を迎えたということで、今泉さんがいらしていた頃から始まりまして、大分歴史のある会になってまいったかと存じます。本当に久しぶりの完全対面開催ということで、御報告、議論も含めてなのですが、私もこれまで非常に多くを学ばせていただきました。今回は人的資本に関する話ということで、私もいまひとつつかみどころがない話だなと思っております。どういうふうに考えればいいのか悩んでいるところではあるのですが、今回また先生方の御報告、議論から学ばせていただきたいと思っております。

また、この7月から金融庁から来ていただいております池田さんに代わりまして、守屋さんに新しく特任教授に御着任をいただきました。これからますますこの寄附講座と、またこの産官学フォーラムの発展に御尽力をいただけると思っておりますので、どうぞよろしくをお願いいたします。

簡単ではございますけれども、私の挨拶は以上とさせていただきます。ありがとうございました。

2. 趣旨説明

大崎 貞和 東京大学公共政策大学院客員教授（野村総合研究所主席研究員）

○大崎 大崎でございます。よろしくお願いいたします。

ESG 投資などという言葉も完全に人口に膾炙したというか、定着してきておりますが、その中身を見てみますと、G、ガバナンスに関しては、規範としてはコーポレートガバナンス・コードができ、開示制度も相当程度充実し、何となく定着したかなという感じがして、Eに関しては、少なくとも温室効果ガスを削減する方向でいろいろな制度を組んでいくというところは

大体コンセンサスがあるかと思えますし、最近は生物多様性の問題などという新しいテーマも出てきたりしておりますが、これもかなり練れてきているという感じがいたします。先ほど後藤先生からもつかみどころのないというお話がございましたが、Sのところ、制度として、あるいは市場関係者の受け止めとしても一番立ち遅れていたのかなという気がいたします。その中で、人的資本という観点からこの問題について様々な取組をするというのがようやく動き出している。今のその状況と今後の課題について議論してみようというのが今日の趣旨だと思っております。

私、個人的には上場会社の従業員というのを長年やっておりまして、常日頃、会社法や金商法に従業員というものが全く出てこない。あるいは出てくるときは人件費という費用項目ということで、なるべく減らしたほうがいいもののように出てくるということにわだかまりを抱いております。人的資本という言葉が出て、これが新しいものにつながっていくものだというふうに会社法や金商法の世界でも認められるようになっていくということは画期的な意義があるのではないかと考えておりまして、皆様の前向きな御議論に大いに期待しているところでございます。私からは以上でございます。

3. 基調講演「これからの人的資本経営について」

柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科教授

○柳川 経済学研究科の柳川でございます。何人かの方はもう既に以前からお世話になっております。

冒頭お話しさせていただきますけれども、スケジュールが結構厳しくなっております。14時半ぐらいには失礼させていただきます。大変申し訳ありません。

今日は短い時間ですけれども、人的資本経営のお話をさせていただきます。

これは受け止め方はいろいろあって、1つは、経営者の方々とお話しすると、そもそもこんなことは政府に言われるまでもないと。我々は人を資本として経営してきているから、昔からやってきていることではないかという受け止め方をされることが多いです。それはそのとおりだと思うので、これは何か新たな経営スタイルをやってくれというよりは、どちらかという、先ほど大崎さんのほうからお話があったように、もともとやってきたものが会計情報としてはうまく出てこないというところを何とかしなきゃいけないんじゃないかというところがポイントではございました。

釈迦に説法なので飛ばしますけれども、会計原則では、人に対する教育投資というのはコストとして捉えられていて、人件費は人件費のコストであったと。ところが、実際には人を育て

るためのお金、支出というのは、人を育てればそれが長期的なリターンとして返ってくるというところ言えば、長期的な収益性を高めるための投資であつてと。これは投資家、マーケット、あるいは従業員も含めたステークホルダーにちゃんと見える化していったほうがいいのではないかと。

一方では、現実的な危機感としては、日本は人材育成が大事だと言っているながらこの部分にお金がかけれなくなってきたいて、バブル期に比べると10分の1ぐらいになっているという宮川先生の研究なども少し前のデータであつてというところで、世界が人的資本であるとか、人を育てるとか、あるいはもうちょっと全般に言えば、無形資産に対しての投資をかなり強く進めているのに対して、日本企業はそこが弱い、細くなっている。という問題意識があるので、ここをもうちょっと認知してもらおう。マーケットにちゃんと知らせる形にしよう。もちろん一番理想的なのは企業会計原則を変えることなんですけれども、そんなことはとてもできない。制度を変えることは世界的に難しいと。

あともう一つは、後でお話は出てきますけれども、どうやってそれを資本計上するのかと。何が投資であり、何がコストなのかというところの線引きが非常に難しいという現実的な問題もあって、企業会計原則を変えるのは無理だろうと。

それ以外に、マーケットに情報を伝える手段はないかというところできくと、最近進んでいる非財務情報としての開示に乗っけようとなってきたということです。統合報告書等にそういうものを書き込んでもらおうということになったことです。

冒頭お話しいただいたように、単なるコスト増ではなくて、将来の収益性につながる投資が行われているんだということをしかり内外のステークホルダーに示す意義は大きいと思っています。投資家の皆様方への納得感の醸成であるとか、従業員の方に対しての重要なメッセージという意味でもすごく重要だと思っているので、ここは大事なんですけれども、問題はこういうふうにか開示していけばいいのかということです。

先ほど申し上げたように、通常の会計原則と同じような形で開示ができるのであれば、会計原則に当然乗っているはずなので、開示が難しいから乗ってないわけですね。難しいものをどうやって開示して、どうやってマーケットが評価するのかというのが一番の論点で、今日もいろいろなお話が出てくるだろうと思います。

先取りして1つだけ申し上げると、ここはステップバイステップでつくっていくしかないんだと思うんです。ある種の自主ルールであつたりとか、マーケットの皆さん方のある種の評価基準を、今はそれぞれの会社がばらばらに情報開示している段階です。これを横比較して、ある種の評価、分析をしないと、出している情報の意味があまりないんだと思うんです。では、それは単純にばらばらに出ているものを、うまく現状で横比較したり、評価できるのかと言う

と、まだまだそこまでいってないのだと思います。では、これを法律で書けるのか、規制で書けるのかと言うと、やっぱり相当難しいと思います。そこを開示基準として要求をあまり高くすると、どうしても非常に形式的なものしか出てこない。

そうであるとすれば、これはマーケットの側がある種、自主的な評価基準を、明示的か、何となくか、あるいはコミュニケーションを通じてかどうか分からないですけども、こういうふうな情報をこういう形で出してくれないと、我々比較がしようがないじゃないかと。我々はそれは評価しようもないよと。ということは何らかのメッセージとして投資家側から出していただいて、それを企業側が受けて、やっぱりこういうことを出していかなければいけないんだなということ徐々に進んでいく。そういうふうなステップを取っていかざるを得ないんだろうと思っています。

そこが最後のポイントなんですけれども、今日主に申し上げたいところは、開示じゃないところの話です。人的資本経営のところにおいてポイントは開示にはないんだと思います。

メインの理屈は、人的資本がちゃんと投資されるように、必要な企業価値を高めるような投資がされるようにしてほしいということです。そのときに政策的な手段は開示しかなかったの——ないかどうか分からないですけども、とりあえず開示で動こうということになった。なので、現状、皆さんが把握されているものを開示してくださいという、こういうステップになっているわけです。

でも、開示すればいいのかと言うと、そうではないのだろうと。「女性幹部登用が何人」といった情報を開示することは大事ですけども、それで何か変わるのかと言うと、残念ながらその開示だけでは変わる分はごく一部だと思います。

なぜかと言うと、実は把握ができてない。これはいろいろな方に聞いているんですけども、まず把握ができてないのです。人的資本が社内にどのくらいあるのかという現状把握ができなければ開示はできません。もともとこういうことを考えていた最初的时候にはかなり楽観的に見ている人もいて、分かっていることを表に出してもらえばいいんだと。そうすれば開示になるからと。それぞれ皆さん企業は当然、社内にどんな人的資本があるか分かっているはずなので、把握しているものを開示してもらえばいいんだということを考えた人はいるんですけども、そもそも実は把握がされてないですね。客観的に言語化できるぐらいに把握ができてないんです。もちろん従業員が何人とか、男女比率が何人とか、あるいは年齢階層別に何人いるとか、あるいは総合職、一般職の人は何人とか、このくらいのことはどこの会社でも分かっているんですけども、実は実際にどんなことができる人材がどのくらいいるのか把握できていない。例えば新規分野に進出しようとするすと、ではその新規分野に即戦力として活躍できる人材は社内に何人いて、人数だけではなくて、実際どのくらい戦力になるのかということを経

れる経営者の方は私はほぼ見たことがない。それなのにこの分野に行こうかどうかと決めるのはおかしいんじゃないかと思う。まず、じゃ、とにかく M&A だよということになるんですね。M&A で人材を買ってくるわけですがけれども、社内にいる人材がどのくらいそれに対応できるかを把握せずに、新しいものを買ってきても、結局、それは社内全体の人の活躍にはならないんだと思うんですね。

ほぼ見たことないというのは言い過ぎではあって、みんなおよそ漠としたイメージはあるんだと思います。およそ把握されている部分もあるんですけれども、それがちゃんと見える化されてない、あるいは客観的にできてないというのは、企業側のこれからの発展にとって大きな問題だと思うんです。現状把握なしに、必要な今の投資も判断できるはずがない。人的資本投資とか言っているんですけど、投資が大事だと言っているんですけど、今現状どこまであるんですかと。どんな能力を持った人がどのくらいいるんですかという把握なしに投資はできないんだと思うんです。

そういう意味で方向は2つで、1つは、まずは経営戦略と人的資本を一体で考えることが必要で、具体的な経営戦略が出てこないと必要な人材も分からない。必要な人材が決まらないと、現状と必要な人材との差分としての投資も出てこないですね。これが伊藤レポートで言われたような、As is と To be の差を見てくださいという話。

経営戦略と密接に関連させて人的資本投資を考えると、To be を経営戦略で描いて、それに基づいて必要な人材像をきちんと描く。ここは多分今日も御議論になると思いますし、今多く言われていることだと思って、私が改めて申し上げるのはあまりないんですけれども、スライドで書いているようなことが大事ですと。

ただ、言われてないのは、As is のところです。As is の把握がちゃんとできてなくて、As is のちゃんとした明確化ができないと、To be だけいくら見えてもしょうがないという感じです。

例えて言うと工場設備について、どこに工場があって、どこに設備があってということを現状把握をせずに設備投資を考える経営者はいない。それは明らかにおかしな話なので。自社工場がどのくらいあるかを分からずに、「じゃ工場を新しく建てるか」と考える人はいない。ところが、人的資本の場合は不思議で、現状の状況をきちっと明確にウエルディファインせずに、どんどん新しく工場を造りますというのと同じように、新しい人材がどのくらい必要ですかということを議論しているように見える。

ということで、やはり適切な人材把握というのが経営にとっても不可欠だし、本来はここは人事の仕事だと思うんです。僕は人事はそういうことをやっている部署だと思っていたんですけども、人事部の人に聞くと、いや、そんなことはやってないんですと言う人が結構いて、

そこはなかなか驚きであります。

現状の人材把握をある程度経営戦略と連動させた上で現状の評価をできなければ、将来像も描けない。ここをしっかりとやらないと、逆に言うと投資家は判断のしようがないです。この会社は今どのくらい人的資本があるんですか。どういう人材がいるんですか。ポテンシャルはどのくらいあるんですかと。投資の前にまずそれを見せてもらわないと分からないわけです。物的資本がどのくらいあるかは財務諸表で見えるわけですが、人的資本が現状どのくらいあるかを見せてもらわないと、会社の将来像なんか分からないし、将来の収益性も分からないはずなんです。

それをちゃんと見せてくださいというのは極めて真つ当な話ですけれども、繰返しですけれども、1番のポイントは、人的資本の現状把握はなかなか難しい。そう簡単にはできないようです。部長ができる人が何人とかは分かるんです。でも、それではだめなんです。経営戦略上の必要な人材というのには、もっと能力を特定化して、あるいは将来のポテンシャル、別のところに行ったときどのくらい能力を発揮できる人材なのか、今いる人はどうなのかということをもう少し細かく能力別に、あるいは今やっているビジネスと将来のビジネスとの可能性とのセットで人材を評価しなければいけないのですけれども、残念ながらそういうふうな形では評価されてこなかった。

すごく一般的に言えば、そもそもの大きな問題というのは、日本社会全体が人材をそういうふうには評価する癖がついてないんだと思うんです。できる人はできるし、できない人はできないんだと。東大に入った人間は何でもできるんだと。そんなことは全くないわけですが、できるやつは何でもできると。一つのあるスキルが必要とする一つのタスクで失敗すると、こいつはだめなやつで、どこへ行ってもきっとだめだと。本当はそんなことはないはずですが。

だから、戦略に必要なスキルがあり、スキルに必要な能力があり、それはスキルと戦略が違えば評価も変わるし、評価が上がることも下がることもあるはずなんですけど、ゼネラリストで全般にあいつはできるやつかどうかという、一次元の比較しかやってこなかったのが、戦略とスキルが評価軸がうまくマッチしないという問題があるんだろうと思います。

これが1点目です。ここはすぐには残念ながらできないので、マーケットと企業側がコミュニケーションして、もうちょっとそこがちゃんと評価できるような仕組みにしていかないと経営上問題だろうということです。

申し上げたい2点目は、今、物的資本とのアナロジーでお話をしましたけれども、物的資本と人的資本は決定的に違うということです。

違うのは2つで、これは経済学的によく言われる話ですけれども、1つはモチベーションに左右されるということです。機械も機嫌がいいとき悪いときがあるんですけれども、そんなに

大きくぶれない。人はひいきのチームが負ければ、あるいは付き合っている人に振られれば一挙にパフォーマンスが落ちます。そういう意味で感情の生き物なので、モチベーションコントロールが非常に重要だと。だから逆に、どういうスキルを持った人がいるということだけでは、実は人的なパフォーマンスは測れなくて、その人がどれだけ気持ちよく働けるか、充実感を持って働ける環境かというほうがもしかすると大きいかもしれない。ここも能力ということあまり評価してこなかった一つの要因だと思いますけれども。そういう意味では、さっきは能力評価が大事だと言いましたけれども、本当は厳密にはそれだけではなくて、その人がどれだけパフォーマンスを示せる環境かというほうがずっと大事で、ここを開示するのはなかなか難しいんです。

もう一つは、辞めてしまう自由があるということです。奴隷契約ではないので、いつでも辞めていく自由があります。つまり、人的資本は会社の価値に 100% なるとは限らないということです。こうなると、会社の価値にできるだけするためにどうやって人的資本を辞めさせないようにするか。どうやって会社の中に入れてもらうかということを考えがちです。

ただ、皆さんに申し上げるまでもなく、今は人は辞めていくので、辞めさせないようにするなんていうことはほぼ不可能で、逆に一生懸命囲い込もうとすれば、嫌気が差してみんな辞めていくか、モチベーションが下がるかですから。だから、囲い込むなんていうことを考えるのはばかげていて、どうやって気持ちよくそこにいたいと思わせるかというふうなことを考えるしかないんだろうと思います。だから、満足感とモチベーションをどうやって提供するかが非常に重要になります。

そう考えてくると、人的資本は会社のものではないんです。物的資本と人的資本を並列に考えて、人的資本は会社のものだ、これをどうやって価値を高めていくかという発想だから、外へ出ていっちゃったりすると、せっかく投資したのに辞めちゃってどうするんだみたいな話になるんです。そもそもこの発想が間違っているんだと思います。人的資本はそもそも会社のものではなくて、個人のもなんです。およそパテントに関するものとか、独禁法的に企業の法的な知財に属するようなものは、その人が蓄積したものでも会社に残しておかなければいけません。ただ、その人が蓄積した人的資本は大部分はその人のものです。辞めてもその人に残ります。その人の経験は辞めてセカンドキャリアや、あるいは社会貢献みたいなところに十分使えます。会社には残りません。だから、人的資本は人のものなんです。会社のものではないんです。

だから、そもそも発想を変える必要があって、人的資本投資を会社の投資として一生懸命やっているのは、今ずっと申し上げたように大事なんですけど、これは会社に投資しているのではないんです。人に投資していて、その資本は人のものなんです。だから、向こうに行っちゃ

うんです。会社はそれを活用して、自社の利益になるように動いてもらうだけの話なんです。人的資本って所詮そういうものです。だから、個人が人的資本を蓄積することが大事だし、それを会社の長期利益にどうアライアンスする形で会社が支援するかが大事。だから、やっぱり個人中心に人的資本を考えないと人的資本経営の話は間違った方向に行くのだと思っています。

時間がないので詳しくはお話しできないのですが、これは大分前に日経新聞に書いた話です。発想の転換が2つ必要だと思っています。もうちょっと正確に言うと3つです。1つは、人材投資がコストというところから、物的資本と人的資本、2つの投資が必要ですよというところに発想の転換が必要。ここは会計原則がずれていただけで、多くの人が納得する話。

でも、発想はもう一つ必要で、人的資本は企業の中に入っているのではなくて、個人の中にあって、場合によったら副業、兼業みたいなこともありますから、その人的資本を部分的にいろいろな会社が使わせてもらうということにあるということです。

その次は、その人的資本の投資は何のためかと言うと、最近で言うところの Well-being の向上のために個人が投資をするので、その途中経過として付加価値生産性の向上みたいなことがあり、それが企業のリターンにつながっていくということです。

では、人的資本投資は個人のものだから、会社が投資して意味がないのかと言うと、そんなことはないんです。個人に帰属するものでも、会社がお金を出すことで、結果的にその人がこの会社にいたいと思ひ、この会社に貢献したいと思ひ、貢献することで当然その人は満足度も得て、場合によってはお金も得ます。賃金も得ます。そういう意味ではそこはアライアンスできるところはアライアンスができるわけです。それをどこまで企業が投資をするのか。その個人の人的資本の支援をした結果がどういう形で会社の長期的な企業価値を高めることにつながるという戦略を持っているのか。ここはちゃんと考えて、ちゃんと開示しないとイケないんだと思っています。

今申し上げたところは、発想の転換が必要で、発想の転換が結果的によい人材を引き付けて、結果的に企業の収益性の向上につながるんだと。ですから、人的資本経営というふうに考えたときに大事なステップは今のようなところだと思います。

ただ、繰り返しですが、それは一朝一夕には残念ながらできないので、まず開示から進むのであれば、企業側は開示だけを目指すのではなくて、やっぱりきちっと現状把握をして、かつどういう人材を育てて、その人をうまく企業の収益性向上につながるようにどう引き付けるかという発想の転換が必要だと。その上で、それをうまく開示していくためのコミュニケーションをマーケットサイドとやっていく必要があるし、マーケットサイドはそういう長期戦略に基づいて、ちゃんと開示が比較可能な形でなされていくかどうかと。あるいはスチュワードシップ活動などを通じて、そういうところをちゃんとやっているかどうかというのを見ていた

だくことが必要なことなんでしょうと思っています。

企業によっては、こんなことをごちゃごちゃ細かく言わなくても、ガーンと人を育てて、ガーンと無形資産を高めて、大きく会社の価値を高めていくような、本当かどうか分かりませんが、アマゾンだとか、テスラだとか、そういうことをやっているのではないかという見込みで株価が上がっているわけですが、そういう会社がどんどん出てくればあまりこういう細かいことを言う必要はないのかもしれませんが。しかし、日本企業はこういうところのステップアップをしていく必要があって、そのための一つの手段が開示なのではないかというふうに思っている次第です。

ちょうど時間になりましたが、言いつ放しなので、もし何か御質問があればお答えしようと思います。

○安田 どうもありがとうございます。冒頭のところで企業側が開示を迫ろうにも、そもそも現状を把握できていないというお言葉があったんですけれども、だからこそ開示をある程度ルール化することによって、今まで内部の把握が行き届いてなかった部分を、開示する以上は把握しておかなければいけないという形で、現状、把握をある意味促す施策の一つとして開示というものを位置づけることも可能かなと思ったんです。しかし、そういった狙いが実現されればいい一方で、まだ日本企業の状況が整ってない中で変に開示を行うことによって弊害も出てくるかもしれません。そのあたりのトレードオフについて何かお考えがあったら伺いたいです。

○柳川 ありがとうございます。おっしゃるとおりで、狙いとしては、開示を導入したのは、いろいろな人が関わって導入になっているので、いろいろな人のそれぞれの狙い、思惑があったと思いますけれども、少なくとも開示を促されることを通じて、やっぱりちゃんとした把握とちゃんとした投資が進んでいくという方向に行ってほしいなと思っているし、行く可能性は十分あると思います。ですので、開示された情報に関して、それを評価するマーケットの側は、今おっしゃっていたようにちゃんとした人的資本の把握と人的資本投資が進むようなことを促すメッセージなり、促す自主的なルールなり、何かをつくっていただくことが大事だと思っています。

現状でいくと、トレードオフとおっしゃっているように、やや心配なのは、今開示の部分に携わっている企業の担当者の方は結構大変なんです。「どんな開示をしたらいいですかね。ライバル会社の人にはどんな開示をしていますかね。ああそうですか。じゃうちもそれをやらなきゃいけないな」みたいな、こんな感じになっていて、言い方は悪いですが、どうしても小手先でうまく見せるようなところで開示だけ頑張っていて、実態のところをなかなか動かすに至らないという形になりがちです。ですから、そうならないようにしたいなと私個人としては思っています。

す。

それはどうしたらいいかはなかなか分からないんですけども、経営者にいろいろメッセージを伝えるのと、スチュワードシップ活動等を通じて、そういうことをちゃんとやってくれと。表向きのところを出してもらうことが本当の目的ではないんだということをマーケットサイドなり、投資家サイドから出していただくということが大事かなというふうに思っております。

○安田 どうもありがとうございました。開示の弊害としては、短期的にはコストがかなりかかるということと、あと目立つ指標をとりあえず取り繕おうとして、だからある種マルチタスキングの問題で、本当はいろいろと重要なことがあるんだけど、とりあえず開示によって得点が高そうなところだけ頑張っ、かえって中の人的資本の形成が歪まないか、そのあたりがポイントになっているということですね。

○柳川 そうですね。歪まないかとちょっと心配になっております。

－柳川教授退室－

4. 報告

報告① 投資家からみた人的資本経営について

丸山 隆志 アセットマネジメント One 株式会社常務執行役員

○丸山 丸山でございます。どうぞよろしく申し上げます。今日はこのような格調高い会に呼んでいただきまして感謝しております。投資家として、人的資本の観点で何を考えているかというところにフォーカスしながらお話しさせていただければと思います。

まず簡単に自己紹介をさせていただきますと、私は最初銀行に入りまして、4年間ぐらい銀行員をした後、95年からアメリカに参りまして、資産運用の仕事に携わることになりました。米株運用などを中心に7年半ほどアメリカで仕事をした後、東京の興銀第一ライフに戻りました。その後、日興アセットとフィデリティ投信で運用の責任者をやりまして、2022年よりアセマネ One で仕事をしております。

当初この仕事を始めた頃は資産運用に関する記事が日経新聞の一面に載る日が来るとは夢にも思っておりませんでした。なぜなら、以前は運用会社の人事に関する異動ニュースはその他金融というところに載るなど、日本に運用業界はあるのかみたいな感じだったからです。今日は資産運用業務に注目が集まっておりますので、私のような経験をした者がお役に立てることがあるのではないかと考えているところでございます。

すみません、前置きが長くなりましたが、人的資本は投資する際の非常に重要な判断材料です。そこで本日は、まず、運用会社はそもそも何をしているのかについて申し上げて、その後、

どのように人的資本に注目しているのか、なぜ注目しているのか、そんな順番でお話をさせていただければと思っています。

ちょっとだけアセマネ One の紹介をさせていただきますと、いろいろな数字が並んでおりますが、見ていただきたいのは 65 兆円という預かり資産残高と運用人員が 260 名前後いるということです。65 兆円は、グローバルですと為替にもよりますが大体トップ 100 以内に入り、日本ではトップクラスです。また、運用者 260 名というのは、グローバルで見ても、そこそこのレベルだと思います。日本株に関しては、ファンドマネージャー、セクターアナリスト、ESG アナリスト、議決権行使担当など 60 名強の陣容で仕事をしております。

さて、P3 をご覧ください。金融庁の皆様方の前で私がこのスライドでお話しするというのは僭越至極でございますけれども、このスライドは運用会社の役割を的確に表現していると考えております。それは、インベストメントチェーンを太く強固にすることであると私は思っております。今でもインベストメントチェーンはありますが、あまり太くないケースが多いと認識しております。太くする、即ち、もっとリターンを高めるためには、事業会社にもっと価値創造をしてもらう必要があります。そのために運用会社として対話を通じ企業の持続的な成長を後押ししていきたいと思っています。

では、どうやって後押しするのか。部署の実績評価や人事評価の際に良くある話だと思えますが、実績の評価基準が曖昧な場合、実績そのものはやや目標を下回るものであったとしても、過去と比べて進歩しているなら、まずまずの出来と評価するケースがあると思います。議決権行使でも同様なケースがあります。企業実績の持続的成長に関し満足の行く結果を出せていなくても、昨年比で多少なりとも進歩していれば取締役選任議案に反対するケースは少なかったと思います。しかし、企業の持続的な成長を後押しする観点から、本当にそれで良いのだろうか、そんな問題意識を持っております。

運用会社の役割は、スチュワードシップ責任の遂行に帰着すると思います。P4 の通りですが、機関投資家として、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図る責任、これを果たしていくということです。我々は経営コンサルタントでもないですし、慈善事業をしているわけでもないので、投資リターンを上げることを通じて企業価値向上を後押ししていきます。企業価値の向上により投資リターンが高まり、それが更なる企業価値向上の元となる設備投資や人材投資につながる、このメカニズムが日本経済全体の成長に重要だと思っています。

では、ここからは投資リターンについてお話しします。P5 をご覧ください。皆様方には当たり前のことだと思いますが、投資リターンの源泉は簡単に言うと 2 つあります。1 つは金融市場の値動きです。価格変動・ボラティリティからリターンを生み出しましょうというものです。

これは市場参加者全体の観点からはゼロサムになる話です。それに対して、成長企業に投資をし、その企業が新しい価値を創造し続けることができれば、高い投資リターンを持続的に生み出すことができます。これは経済全体の成長にもつながるものであり、機関投資家として目指すべきものだと考えています。

では、価値というのはそもそもどうやって生み出されるのでしょうか。これを考察するには、経産省の価値協創ガイダンスが参考になります。P6 をご覧ください。人的資本は価値を生み出す実行戦略のど真ん中に位置しています。これは、多くの投資家が人的資本への投資と優れた人材戦略が価値創造の中核要素の一つであると考えていることを反映したものだと思います。

加えて、先ほどの柳川先生のお話で、人的資本は人に帰属しているから、それぞれの人がモチベーション高くやるかやらないかによって、パフォーマンスが大いに変わってくる、だからモチベーションコントロールが重要というお話がありましたが、私もその通りだと考えております。

そうした問題意識の中で、我々が投資家として注目している人的資本経営の視点ということで3つほど書かせていただいております。P7 をご覧ください。

人材戦略が経営戦略と連動しているか。

目指すべきビジネスモデルや経営戦略で必要とされる人材と、現時点での人材ポートフォリオとの間のギャップを把握できているか。

人材戦略が、組織や個人の行動変容を促し、企業文化として定着しているか。

これらはよく言われていることですが、我々としては CEO や経営陣の方にこれらをお伺いして、なるほどという回答が返ってくるかが投資判断のポイントになると思っています。

質問例として4つ書きましたけれども、納得感のある具体的な回答を聞くことができるのはそんなに多くありません。会社の方針に関して役職員はみな納得していますか、全役職員が腹落ちするために何をしていますかとお伺いすると、通りいっぺんの回答がかえってくるが多いのが実態です。この質問に対し従業員の立場でも投資家にとっても納得感のある回答ができる企業は人的資本経営ができていると見ております。

次のページ(P8)でお示ししたのは、人材の獲得・育成・活用、そして組織の新陳代謝についてです。目指すべきビジネスモデルや経営戦略で必要とされる人材と現時点での人材ポートフォリオにギャップがあった場合、外部人材を獲得しようと考えているのか、内部で育成するのか、そのためにはどのくらい期間をかけるのか、現在の人材をどのように有効に活用するのか、人事評価はどのように行い、組織の新陳代謝はどのようなペースでなされているのかなどです。投資家として、こういった一つ一つの質問への回答を全て知る必要があるわけではありませんが、外部人材を獲得するときに採用はどういう形でやっていますかとか、会社として面談する

人や採用の最終決定をする人が共通して持っている基準はありますかというようなことを聞いたとき、「特にない、いい人がいたら採用する」という会社と、自社のパーパスや企業理念の浸透を確実なものにするために何らかの共通尺度を持っている会社には違いがあると考えています。例えば、「手ごわいと感じない人物は採用してならない」とか、「プロダクトと企業文化の両方に付加価値をもたらすような人物を採用せよ。両方に貢献が見込めない人物は採用してはならない」などです。こういう基準を会社全体として持って運営しているのかどうかは、中長期的に会社の成長に大きく影響すると考えており、事業会社とお話するときにはそんな問題意識を持って質問させていただいております。

ではここで、なぜ人的資本の話詳しく聞いているのかについて申し上げます。P9 をご覧ください。そもそも株価は、 $EPS \times PER$ 、即ち、利益 \times バリエーションなので、投資家が注目すべきは利益なのではという声をいただくことがあります。確かに利益は非常に重要ですが、我々が投資家として見極めたいことは、その企業に投資していいかどうか、即ち、企業に対する確信度です。

具体的には2つあります。まず、事業のサステナビリティ、競争優位性が続くのかという点です。競争優位性を維持するために重要な要素として、人材、カルチャー、IT システムが挙げられることが多いと思います。人材、そしてその人材がモチベーション高く働けるようなカルチャーがあるのかについて見極めたいと思っています。2点目は事業ポートフォリオ見直しの実効性です。最近、多くの日本企業が事業ポートフォリオの見直しに取り組むようになってきました。事業ポートフォリオを見直すとき、既存の人材に引き続き頑張ってもらえるのか、リスキリングを実施するのか、その時間軸は、外部採用を検討している場合はどのようなスキルを持った人を何人ぐらい採用するつもりなのか、今どこで働いている人を採用候補者としてイメージしているのかなどです。

企業にしてみれば、なぜ投資家にここまで説明する必要があるのかという疑問が出るケースもあるかもしれませんが、我々にとってこれらの2つの観点は非常に重要です。冒頭、P4 のスチュワードシップ責任のところでも申し上げたとおり、我々は投資リターンを拡大を図る責任があります。投資リターンを上げるためには、付加価値を上げ続ける会社に対しポートフォリオの中での高いウエートで投資をするか、そのような会社の株価が何らかの要因で下がったとき買い増す必要があります。株価が下がった時に買うのは簡単なことではありませんが、その会社に対し確信度を持てれば出来ます。このような投資判断ができるかがポートフォリオの投資リターンに大きな影響を与えますので、これが投資家としては非常に重要なポイントになります。

P10 では、人的資本経営を情報開示の観点から整理したものをお示ししました。当社が重要

だと考えていることは、人材戦略を経営戦略と同期した形でストーリーとしてアピールすることです。ご参考になれば幸いです。

最後に今まで申し上げてきたことを、P11 でまとめました。

人的資本経営に関して、何を、どのように、なぜやっているのかということが投資家に伝わると、投資家としてはその会社が非常に理解しやすくなります。人材戦略が経営戦略の差別化につながっているのか、人材ポートフォリオを考える上で必要なスキルの可視化ができているか、人材育成については何をどこまでやろうとしているのか、これらのポイントを経営者はクリアに意識しているのかなどです。

人材育成に関して、リスクリングを3年かけてやりますと言われても、当惑してしまいます。リスクリングは重要ですが、そのスピード感も非常に重要だと考えています。

いずれにせよ、人材戦略がしっかりしている会社は、投資家の経営戦略に対する確信度が高まり、結果的に資本コスト低下による企業価値向上が見込まれます。

簡単ですが、私からの御報告は以上です。ロジック不明瞭な点や、具体例を知りたいなどございましたら、後ほど御質問等いただければ光栄でございます。ありがとうございました。(拍手)

報告② 統合報告とサステナビリティ開示のコンテキストから捉える人的資本開示

森 洋一 公認会計士

○森 森と申します。私のほうから「統合報告とサステナビリティ開示のコンテキストから捉える人的資本開示」ということで、主にサステナビリティ開示の動きが今非常にグローバルにも、国内でも進展している中で、人的資本開示の話はどう捉えていけばいいのか、あるいは基準の中で何か組み込んでいくような要素があるのかということも含めて私見を申し上げさせていただきます。

また、私、本日お声がけいただいた経緯としては、ESG 情報開示研究会という、企業、投資家及び専門家が集まる勉強会のようなものがございまして、その中でも人的資本の話というのはトピックとしては非常にホットに議論をさせていただいてございまして、特に企業のほうで人的資本開示の話がどう捉えられていて、どういった取組がされているのかということも少し口頭ベースで触れさせていただければなと思っております。

日本でサステナビリティ開示に関する基準設定を行うサステナビリティ基準委員会（SSBJ）というものがございまして、私はそこの委員も務めてございまして、後ほどもお話を差し上げますけれども、今まさにグローバルな基準に整合的な形で日本における開示基準を検討してい

る最中でございます。

我が国における統合報告・サステナビリティ開示の進展というのは20年くらいの歴史があると思っております、大体2000年前後くらいから、1996年くらいからトヨタが環境報告とかをやり始めました。最初はマルチ・ステークホルダー向け、投資家だけではなくて、従業員の方とか、NGOの方とか、地域社会とか、逆に言えば、特に読者を想定しない形というか、フォーカスしない形でいろいろなステークホルダーに向けて会社として説明責任を果たしていこうという観点で、CSR報告とか、サステナビリティ報告が広がっていきました。

日本企業さんは、グローバルな議論が進むと、グローバルな企業が取り組むよりもかなり速いスピードで取り組んでいく企業数が増えていくという傾向がございます、そういった意味では、当時のCSR報告もかなり多くの会社が出されていたんだろうと思います。その後、2007年頃から投資家向け気候開示、気候変動に関する開示です。今も気候開示は投資家向けにかなりフォーカスした形での実務が進展しておりますけれども、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトというものに対応する観点から、投資家向けの開示が出てきました。ちょうどこの頃、責任投資原則（PRI）というものがグローバルに発効されて、特に海外の機関投資家のほうでのPRI対応が進んでいく中で、投資家の視点からの開示要請が急速に広がっていった時期でもございます。そうした投資家からの評価を意識しながら、企業が気候開示を進めていったという流れになっています。この気候開示の流れは2017年のTCFDの気候開示に関する要請にさらに進展をしまして、今のグローバルな基準設定にも非常に大きな影響を及ぼしています。

ここまでは現場レベルの対応でして、経営者はほとんど関心がありませんでした。現場で要請があったから、それに答えるために情報を集めて作成して出していくと。なので、経営上の取組をどうこうしていくというよりは、情報を出す、聞かれたものに答える、求められているものについて出していくという、どちらかというリアクティブな報告だったと思います。

2013年に国際統合報告評議会（IIRC）というところから国際統合報告フレームワークというものが出来まして、こちらが統合報告を提唱した。統合報告とは何かということですが、財務、あるいはサステナビリティ、多様な資本を企業価値として広く捉えて、企業として中長期的に価値創造をどう実現していくんだろうかということについて、もっと包括的に報告をしていこうと。

そういう企業報告に関する大きな転換を促すようなフレームワークが出来まして、こちらはイギリス発だったんですが、かなり日本企業の、特に経営層の方々から受けがよかったというか、どちらかという財務だけにフォーカスした報告ということについて、自分たちの企業価値がしっかり評価されていないんじゃないかという問題意識を持っている企業さん、特に経営者の方も多く、我々は三方良しでしっかりやってきたんだから、そういったところも含めて報告し

ていくことによってより高く評価してもらえないかと。そういう思いを持っていた経営者の方もいたり、あるいは企業価値をもっと中長期的に高めていくためには、社内の意識をどんどん改革して、新しい投資を物的なものだけではなくて、まさに本日のテーマである人に対する知的な投資ということもしていかなければいけない。その社内も含めた動機づけのために、統合報告についてチャレンジしていこうと。いろいろなパターンがあるにしても、日本の中ではかなりポジティブに受け入れられて、右のグラフで出させていただいているように、毎年急速に統合報告を、制度ではなくて任意の開示の取組として企業さんが取り組まれた。

もう一つの要因は、恐らく投資家の方からの対話要請というのが非常にあったと。スチュワードシップ・コード、そしてコーポレートガバナンス・コード、企業と投資家との建設的な対話を金融庁様もかなり強く後押しされた。この流れの中で、しっかりと説明をして投資家の理解を得ていく必要があると。投資家の方からも実際にエンゲージメントのプロセスの中で聞かれる。それに対して答えていく。そういう流れの中で統合報告が大きく広がっていったのかなと思います。

その後、2020年からIFRS財団がサステナビリティ開示に関するグローバルな基準設定を本格化させていくということで、まさに今までの任意開示の動きから、制度開示の中でサステナビリティ開示をしていこう、そして投資家向けにフォーカスしていこうという流れに至っているかなと思っております。

統合報告ですけれども、国際統合報告評議会（IIRC）が2013年にフレームワークを出したと先ほど申し上げましたが、私自身もIIRCのワーキンググループに設立当初から参加をしております、2010年から議論をスタートしました。

こちらにお示ししている図は、財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本、この6つのグループの資本がベースとなり、これをベースとしてビジネスモデルを構築していく。そこからアウトプット、アウトカムを創出していくことを通じて、これらの資本をより高める。これが企業価値創造のプロセスだと。

なぜこれを資本と呼んでいるかと言うと、価値創造のベースであって、アウトカムを通じて資本を高めるのだけれども、その資本はまさに将来のさらなる価値創造のベースになっていく。価値を高めることを通じて、さらなる次の価値創造につなげていく。そういう考え方を持っていく必要があるのではないかと。

最初これが出てきたのはヨーロッパですので、どちらかというとな自然資本。気候変動とか、例えば地球温暖化につながるような排出をどんどんしていくことによって、将来的な価値創造の基盤となる自然資本が毀損されてしまう。それは特にユニバーサル・オーナーと言われる年金基金等にとっては非常に好ましくないし、企業もここに依存しながらビジネスをしているん

だから、やはり自然資本を毀損するのはよくないと。

そういった視点が最初はかなり強かったんですが、ただ、それでは企業から受け入れられないのではないかと。むしろよりニュートラルな形で企業価値を包括的に捉えるということを考えて、まさに自然資本だけではなくて、知的資本、人的資本、あるいはバリューチェーンのような社会・関係資本も、全てトータルで捉えて、企業がまさに自分たちのビジネスモデルはどういった資本に依存していて、その資本を自ら定義し、これをどう高めていくかということについてのバリュー・クリエーション、価値創造ストーリーを構築し、それを伝えていくと。

先ほど柳川先生からも As is と To be と言われましたけれども、今のビジネスモデルと、将来向かっていこうというビジネスモデル、そこに向けてどういった投資をしていくのか。資源配分をしていくのか。資本調達をしていくのか。これが戦略なんだと。だから、時間軸をしっかりと捉えた報告をしていこうということが、当時の IIRC が提唱したかったことだろうと思います。今どうしているかということだけではなくて、どこに向かっていこうとするのか。そこから逆算して見たときに今何をしなければいけないのか。逆に情報利用者の視点から見れば、そこに整合性があるのか。実行性が伴っているのか。ということの評価するための材料をしっかりと提供していこうと。そういった考え方で統合報告のフレームワークというのは構成され、実務の中に広がっていったのかなと考えております。

サステナビリティに関する動向です。IFRS 財団が ISSB を設置しまして、この6月に第1弾の策定完了をしております。S1、S2と呼んでいますけれども、S1は全般的な報告要請、そしてS2は気候開示に関する要請でして、この2つについての策定を完了しております。

その後のテーマについては後ほど申し上げますけれども、どういったテーマを扱うかということについての検討を今している。そういうタイミングにあります。

併せてグローバルにインパクトが大きいのは、EU、欧州の動きでございまして、こちらはもとサステナブル・ファイナンスを推進し、サステナブルな経済社会をEUマーケット、そしてグローバルに構築していこうと。そういう視点から、非財務情報開示について長年制度設計をされてきたんですけれども、特に CSRD（企業サステナビリティ報告指令）というものが発効しまして、2024年1月から CSRD に基づく開示要請がスタートします。これはかなり広範な情報について、欧州版サステナビリティ基準（ESRS）に基づく開示を求めるものでして、加えてこれは日本企業にとって影響が大きいのは、欧州域内の企業だけではなくて、欧州域外の企業であって、現地に子会社、または支店があり、かつEU域内での売上げが一定規模以上ある会社については、2028年の報告分から連結ベースで報告対象にすると。ですので、製造業系の企業さんはかなり CSRD の対象になって、しかも現地に子会社が1社ではなくて10社ぐらいあったりすると、それぞれの各加盟国レベルで小会社の要請が2025年から始まり、2028年の報告分

から連結ベースの開示が求められてくる。ここは日本企業へのインパクトが大きく、企業の方もこれからこの要請に対してどう対応していくのか。特に先ほど申し上げた ISSB というグローバルな基準と欧州版の基準と両者を満たしていかなければいけないので、それをどう実施していくんだろうかというところは非常に大きな課題になっているかなと思います。

日本についてはこの後、倉持さんから金融庁の動き等お話があると思いますので、私のほうからはスキップさせていただきたいと思います。

グローバルに一貫したサステナビリティ開示実現にむけた取り組みということで、IFRS 財団がサステナビリティ基準を開発していく。一方、IOSCO が政策面では各国のアドプシヨンの推奨をしつつ、IAASB という監査保証基準の設定主体が保証基準を開発していく。一方、各法域レベルでは、それぞれの政府が当然制度設計をし、どういった基準を活用していくのか、求めていくのかということを決定する。

あと基準設定者側からすると、ISSB の基準を日本でそのまま使うのか、それともこれと整合的な法域の基準をつくるのかという、大きく分けるとその2つの選択肢があるんですが、日本は整合的な法域基準を自ら策定すると。その選択を取ったという形になります。その取組をしているのが、先ほど申し上げた SSBJ という基準設定主体となります。

ISSB が公表したサステナビリティ開示基準ですけれども、S1、S2 ということで、S1 は全てのサステナビリティ・トピックに関して、企業として重要なことについて報告をしていくという包括的な要請でございます。それ以外にも、開示する情報の中身だけではなくて、いつ報告をするのかとか、どういう媒体でどういう形で報告をするのかとか、報告に当たっての基本的な原則を定めています。気候関連基準というのは、そのうち気候変動にフォーカスした個別の要請をしている。

さらに、このサステナビリティ開示というのは、特に企業によっても、特に業種間で、重要となるトピックであったり、リスク・機会というのが異なるということがございます。ですので、右にあります SASB スタンドアードとか、気候開示産業別ガイダンスとかいう形で、かなり詳細な産業区分を置いた上で、当該産業において重要と考えられるサステナビリティ開示トピックと開示すべきと考えられる指標を示しています。

ただ、公開草案の段階では、産業別基準を、特に気候開示に関しては要求事項という形で、かなり要求度の強い形での要請をするという形で提案されていたんですけれども、もともと SASB スタンドアードというのはアメリカベースで開発されたこともあって、あと中身についてもまだグローバルな適用可能性、例えば日本企業にとっての適用可能性がそれほど高くないという指摘も非常に多くあったということもありまして、適用を考慮するという形での要請になっています。ですので、企業は産業別要請をリファレンスをしつつ、当該開示トピックであった

り、指標が自社に該当するかどうかということをご自身で判断して、当然該当するというふうに考えればそれを報告するし、そうでなければ報告をしないということができるという、オプション的な要請になったかなと考えております。

では何を開示するかということですが、ここは ISSB はクリアでして、企業にとって短・中・長期のキャッシュフローやファイナンスへのアクセスと、こういった財務に影響する全てのサステナビリティ関連リスク・機会のうち、重要な情報を報告するという形になっています。あくまで投資家の情報ニーズにフォーカスしているので、全てのサステナビリティ関連のリスク・機会に焦点を当てています。

この点、ISSB と EU とは大きく異なっておりまして、ISSB は今申し上げた投資家等の財務資本の提供者のニーズに焦点を当てた開示になっています。一方、ESRS (EU) はマルチ・ステークホルダー向けということですので、必ずしも投資家のニーズにかなわなくとも、企業が社会に対して与えるインパクト、ステークホルダーに対して与えるインパクトが重要なものであれば、それについても報告をするという、いわゆるダブル・マテリアリティ。マテリアリティの基準、重要性判断の基準が2軸あるという考え方ですが、そういったアプローチを取っていません。

もう一つ、ISSB と ESRS (EU) が異なるのは、ISSB はクライメット・ファースト、気候変動にまず焦点を当てて詳細基準を設定したというアプローチを取っています。一方、EU は環境・社会・ガバナンスを網羅した形でフルセットの基準を最初から出してきたんです。その中には、従業員であったり、あるいはバリューチェーンの労働者に関する要請もございまして、いわゆる人的資本の中でカバーされるであろう人に関するトピックも、指標も含めて開示要請が当初からされているという形になっています。御存じのとおり、もともと EU は人権に関して非常に取組が先行しているというか、熱心に取り組んでいて、そういった政策を導入してきましたので、人に関するSの部分に関して基準の中で当初から入れていくということに関しては、方針として確定していた。それが実際、今回の要請の中で入ってきた。そういう流れになっています。

マテリアリティの考え方はスキップさせていただきます。

一方、国内における取組ですが、SSBJ のほうで今開示に関する国内基準設定を進めておりますけれども、あくまで国際的なグローバルな比較可能性をしっかりと担保しつつ、投資家の意思決定にとって有用な情報を開示させるということで、先ほどの ISSB と EU どちらのアプローチかと言うと、ISSB のアプローチ、シングル・マテリアリティ、投資家のニーズに焦点を当てた開示要請という流れになっています。

タイミングとしては、公開草案を今年度中に出していき、確定基準を2024年度中に公表する。

今年度の公開草案公表後に意見募集をさせていただいて、そこでいただいた御意見を踏まえて最終化に進んでいくという流れになっていきます。

人的資本開示に関する話でございますが、私自身の人的資本開示との関わりで申し上げますと、内閣官房のほうで人的資本可視化指針を出した非財務情報可視化研究会という研究会がございまして、こちらに当時、一員として参画してございまして、まさに日本における人的資本の可視化開示というのをどういう形で進めていくべきなのか。何のためにやるのか。そして、どういう情報の開示をエンカレッジするのか。制度上の要請というよりは、指針自体は企業の任意の取組を後押しする。そういった視点での議論でしたので、そういった人的資本開示の可視化のあり方についての検討をいたしました。

先ほど来、皆さんお話しいただいておりますけれども、一番大きいのは人的資本への投資、あるいは企業の取組と可視化をスパイラルでしっかりと進めていくこと。開示をすることだけで全てを実現するというよりは、企業が自らのビジネスモデル、戦略を持った上で、それを人的資本の戦略に落とし込み、現状把握をしっかりとした上で、将来に向けて何をしなければいけないかということ定義して、それに向けた方針であったり、進捗を報告をしていく。そういう位置づけとして整理をしています。

もともと官房のほうで議論をしたときに、問題意識として官房側から提起された、なぜこれをやるのかということについてお話が当時あったのは、1つは、日本における人的資本への投資がマクロレベルで見ると非常に欠けている。非常に弱まっているということ。一方で、人材の流動性であったり、労働者マーケットということも日本の場合には活発でない。さらに、ジョブ型雇用といったような、企業の採用に関する取組についても課題がある。こういった課題を直接政府としてアクセスしていくのは難しい。つまり、企業行動をダイレクトに変化させていくことは非常に難しい。一方で、開示を通じて企業の取組を後押ししていく。動機づけをしていく。ある意味、インセンティブを与えていくための措置として、開示という枠組みを活用していく。そういった御説明であり、まさに議論の中でも、委員の間でもそういったアプローチは重要なのではないかという議論をいたしました。

実はこれは EU の開示政策と結構近くて、EU は非財務情報の開示ということで、2000 年当初から会計法現代化指令というものがございまして、従業員に関する方針等の開示というものを当時導入していたんです。彼らは先ほど申し上げたように人権の取組というのはより積極的に進めてほしいと。あと環境問題についての取組を進めてほしい。人に関するリスク、あるいは環境に関するリスクを社会的な視点から取り組んでほしいという、そういう強い意識があって制度設計をしてきた。それが開示の中に入っているわけです。なので、インベスターが情報を必要とするから提供するという枠組みを超えた制度設計を当時から彼らはしていた。

日本の場合はいくまで投資家のニーズ、投資家と企業との対話を通じて行動変化を促していくと。つまり、行動変化を促そうという考え方。開示政策のアプローチに関しては似ているんだけど、ただ、利用者としては、投資家を非常に強く意識した議論が今広がってきているのかなど。この点がEUとの違いではあるものの、ただ、利用者が求めている情報を、その情報を出していくことだけを目的とした開示政策からはある意味転換が図られているのかなというふうに、これは個人的な解釈ですけども考えております。また、企業自身も、当時の研究会に参加されていた企業の方もそうですし、また、今 ESG 情報開示研究会の中で企業の方と話をしていても、この開示の要請をある意味チャンスと捉えて、企業が社内を説得し、新しい方針を打ち出し、必要な戦略を立案して社内に浸透させていく。そういうチャンスとして今回の開示を捉えていると。特に開示に関する企業の部門の中核的な役割を担われている方はそういった考え方を持っていらっしゃるなど感じています。先ほど丸山様からも御紹介いただいたような、まさにああいった企業の方々はそういった考えで取り組まれているんだろうと思います。

当時の可視化指針の検討の中で、人的資本といっても、価値向上の観点からより開示が要請される、例えば人への投資、育成ですね。あとエンゲージメント指数という、従業員の満足度調査の結果みたいな、そういった点数を出していくようなものもあります。そういった指標から、一方で労働慣行ですね。児童労働であったり、結社の自由、組合との関係であったりとか、価値向上により貢献するような指標ないしイシューから、企業としてのリスクマネジメントであったり、社会的な観点からの取組まで、非常に多様なイシューが実は人的資本のトピックの中には入っているという議論をいたしました。実際開示の実務でもそうなんだろうと思います。

一方で、先ほど来、比較可能性という視点が出されていると思うんですが、人的資本の情報は比較するのは難しい部分が多いなと考えております。ダイバーシティに関する指標であったり、労働慣行に関する問題。例えば児童労働の検出件数であったり、そういったものは比較がしやすいものなのですが、一方で、価値向上の視点というのは横比較が非常に難しいと思います。例えばエンゲージメント指数一つ取ってみても、エンゲージメント指数を出すに当たっては、企業として評価項目をつくり、それを従業員等にアンケートをしたり、対話をして、対話の結果を踏まえて総合点化して、あとは評価項目をグルーピングをして、それぞれについての指数を出して、それを経年で見ていくといったようなことをする。そして、当該情報を開示していく。そういう実務が多いんですが、当然、評価項目も企業によって異なりますし、評価項目を統一化すること自体があまり意味がないというか、企業自身が従業員に対してどういった視点を持ってもらうことが大事なのか、どういった形でモチベーションを高めていこうとしているのかと。それ自体がある意味、企業の独自性ですので、どちらかという企業間の比較可能性というよりは、企業自らの戦略、方針と評価の結果というのがうまく整合しているか。期

待された方向に向かっているか。向かっていないのか。あるいは、課題があるのであればどこに課題があるのだろうかということが非常に重要です。

実際、今年度のレポートを見ていても、企業の中でも、例えば先ほど申し上げたエンゲージメント指数の中のグループとして、この部分についてはこうだったとか、一方で、この部分については課題があって、それに対してどう対応していくんだらうかということはかなり丁寧に報告をする実務というのものが広がっているかなと思います。

ある会社さんで、海外の従業員と日本の従業員でエンゲージメント指数に10ポイント以上の差があったと。指数が海外のほうが高く、日本の従業員が低い。それはなぜなのかということやいろいろと私自身もディスカッションさせていただいたんですけども、会社としても、それについてなぜギャップが生まれているのか。そのギャップの要因に対して会社としてできることは何かあるのか。それを経営、あるいは取締役会にちゃんと報告して、必要な投資であったり、人事政策の変更、シフトといったことを進めていく。このこと自体が、ある意味人的資本の価値を高めていく上で非常に重要だろうと、そういうお話をさせていただいています。

EUのESRSにおける従業員関連情報です。戦略、インパクト・リスク・機会のマネジメント、指標・目標という形で開示要求事項がかなり詳細にいろいろと出てきていると思います。戦略とか、インパクト等に関しては、企業としてのまさに人的資本に関する投資に近い部分が出てきていると思いますが、一方で、指標・目標の部分に関しては見ていただくとお分かりのとおり、どちらかというリスクマネジメントであったり、あるいは負のインパクトをどうコントロールしていくかということに焦点が当たっている内容です。ただ、いずれにしても、EUのESRSでは、会社自身の従業員、かつ会社のバリューチェーンの労働者についても、上の2つについては同様の要請が入っていますので、こういったものについて日本企業としても情報としてはカバーして、ESRS、CSRDの対象になるような企業はこういった問題をどう取り扱っていくかということについて検討をスタートしています。ただ、ESRSのベースとなっているグローバル基準でGRIというものがあまして、その中である程度これらの情報は取り扱われているので、比較的日本企業さんはこういった守りの部分の指標は既にかなりカバーできているのかなと考えています。

ISSBのほうでの人的資本の扱いですが、S1、S2まで、気候変動まで基準設定が終わり、今後何をしていくのかということについての検討を今スタートしている段階で、意見募集まで進め、その中で人的資本が新しいプロジェクトのうちの1つとして提案されていましたので、このテーマについて基準設定をしていくかどうかということこれから判断していくのだろうと思います。

気候変動と人的資本、あるいは人権もそうですし、生物多様性のテーマもそうなんです、

ISSB の副議長等ともいろいろディスカッションをしたりしていますけれども、詳細に何を開示すべきかということの指標をどこまで細かく規定できるかと言うと、そういった性格のものにしていくのは人的資本は難しいのではないかという話も出ています。

多様性であったり、インクルージョンに関する指標は一定程度入れていくことはできる一方で、先ほどのエンゲージメント指標といったようなものについては、例えばエンゲージメント指標を求めつつ、当該指標をどう設定するかは企業の判断に委ねていく。そうだとすると、当該指標について比較可能性、横比較することは非常に難しい。なので、横比較を前提とした指標とそうではない指標、企業の中での戦略やビジネスモデルとの整合性であったり、進捗を評価していく、投資家における納得感を得ていくための指標、そういった性格の指標とある程度整理をしながら検討していく必要があるのかなど。

ただ、ISSB のサステナビリティ開示の基準設定次第でございますので、気候変動は環境部分にフォーカスした基準ですけれども、Sについても一つやはり基準をつくっていかなければいけないので、そのうち人的資本というのは非常に有力な基準になっていくのかなと考えております。

最後に、これらの問題を経営上どう扱っていくかということです。サステナビリティ開示に関する経営・ガバナンス上の対応と書いておりますけれども、財務情報と異なるのは、サステナビリティ情報というのはまさに企業の戦略であったり、ビジネスモデル、企業の状況に直結する情報ですので、情報を出すとなると、出す前の準備、経営上の対応をしっかりと組み立てて、会社としての方針をしっかりと持ち、戦略を固め、KPI を設定して、それについてのアクションをし、結果としてどうだったかという情報を集約した上で出していかなければいけない。ここについて、経営監督を取締役会も含めたところから得ていくということで、今までの情報開示の形よりも、さらに経営上の対応、会社の中でのプロセスというのをかなり整備していく必要があると考えております。

その監督という意味では取締役会だけではなくて、監査役の方も、現状、開示要請が入ってくる中で何をしなければいけないのかというところの検討を進められている状況かなと思っております。

加えて、利用者の方、投資家の方というのは、情報分析ということが今後進んでいく中で、データというものが非常に重要になってくるのだらうと思います。データというのは、各指標、個別のデータもそうですし、先ほど丸山さんから御紹介がありました財務的な影響、財務的な相関性をよりデータベースとして分析をしていくような取組というのはかなり加速していくかなと思ってます。

ESG 情報開示研究会の中でも、企業の方が例えば京都大学と連携をしながら、会社の中での

指標と会社の中での財務的なインパクトというところの相関性を分析していくようなプロジェクトもスタートしていたり、そういった取組がどんどん加速していくことを通じて、どういった情報を開示していくのか。そして、それを経営上どう活用し、取り組んでいくのかということについてのサイクルが回っていく。こういったことを期待しての人的資本の開示の要請であり、サステナビリティ開示の要請なんだろうと考えております。

以上、拙い御説明ではございましたけれども、後ほど御質問等をいただければと思います。ありがとうございました。(拍手)

報告③ 人的資本に係る開示規制の現状について

倉持 巨一郎 金融庁企画市場局企業開示課国際会計調整室長

○倉持 金融庁企業開示課国際会計調整室の倉持と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。

「人的資本に係る開示規制の現状について」ということで、今足元で金融庁として人的資本に関してどういう開示規制を置いているのか、そして、それが今後どこに向かっていくのかというお話をさせていただければと思います。

まず、目次です。I.では、サステナビリティ情報開示全般に関する現状、そして特に I. C)で、人的資本・多様性等に関する開示についてご説明をさせていただければと思います。

そしてII.では好事例を少しご紹介させていただければと思います。ここで好事例を強調させていただく背景ですが、先ほどお話がありましたとおり、人的資本開示は発展途上です。そのため、現時点で開示すべき項目を一律に細かく定めてしまうと、形式的で意味のないものになってしまう可能性もあると思います。こういった点も踏まえ、各企業に様々な開示上の工夫をしていただき、よりよい開示を金融庁としても好事例集という形で広めることで、このような好事例集を多くの企業に参考にしていただき、また各社がよりよい開示を行っていく。そういう中で、更に良い開示が行われるようになり、そして、それが一般に公正妥当と認められるものとなり、いずれはより具体的な開示基準になっていくという面もあると思います。現状の開示要請ですが、ある意味柔軟性を尊重したものになっています。そして、その下でいろいろな開示が行われつつあるという状況でございます。

では具体的な内容に入らせていただきます。

まず3 ページですが、有価証券報告書におけるサステナビリティ開示の状況です。2023 年3 月期から有価証券報告書におきましてサステナビリティ開示を行うセクションを用意いたしました。左側で太い丸で囲んでいる、「サステナビリティに関する考え方及び取組」、これがまさ

にサステナビリティにフォーカスした区分です。右側を御覧いただきますと、(1)ガバナンス、(2)戦略、(3)リスク管理、(4)指標及び目標と4つありますけれども、これはTCFDのフレームワークを御存じの方にはなじみのある、いわゆる4つの柱と言われている区分になります。そして、先ほど森先生のほうからもお話がありましたISSB基準も基本的にはこの4つの区分に従って開示を求めますので、グローバルなフレームワークが求める4つの切り口で開示を行う形となっています。

しかしながら、その中身、具体的に何を開示していくのかというところについては大分柔軟性があり、例えば「戦略」というところを御覧いただきますと、「重要性を判断して開示」というふうに申し上げております。サステナビリティ関連のリスクや機会のうち、何が重要となるかはビジネスモデルによって大きく異なるわけです。多くの会社においては、気候関連開示は非常に重要ですが、むしろ人権のほうが重要だという会社もありますし、生物多様性が重要だという会社もあります。それぞれの会社で何を開示することが重要かを御判断いただいて、開示いただく。これが大きな考え方になっています。

「戦略」の下、「全企業が開示」ということで、人的資本について、人材育成方針や社内環境整備方針というものを定めています。これは日本の開示で特徴的な点ですが、人的資本に関しては全ての企業に開示を求めています。ただ、具体的にどういう指標を出すのかについては自由度が高いところで、いろいろと創意工夫をしていただくことを前提にしています。具体的にはまた後ほど御説明差し上げます。

そして、(3)リスク管理があり、(4)指標及び目標がありますが、この中でも、重要性を判断して開示していただく項目と、全ての企業が開示することを前提としている人的資本に関する開示がございます。

一番下の部分も日本の人的資本開示で少し特徴的な点として、「女性管理職比率、男性育児休業等取得率、男女間賃金格差」については、一律求めています。柔軟な開示を求めていると言いつつ、ここだけは明示的に開示を求めている背景ですが、我が国には女性活躍推進法という法律がございますので、企業は既にいろいろな開示を求められています。それをベースに有価証券報告書でも開示をしていただくという趣旨でここに入れております。これらの点については、一律開示を求めています、それ以外の人的資本開示は柔軟性の高いものです。

こういった枠組みで2023年3月期から有価証券報告書において開示が既に強制されている状況です。

その背景にございました金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告を4ページに記載させていただいております。サステナビリティ開示は重要な情報開示になっておりま

すので、市場関係者の皆様の御意見を踏まえて制度化の方向に議論が進みました。

続きまして、5 ページ、国際動向について説明させていただきます。森先生の御説明とも重なる部分がございますので、適宜割愛しながら説明させていただければと思います。

まず、6 ページでG 7のコミュニケを記載させていただいております。人的資本に関する記載がコミュニケに含まれています。首脳コミュニケにも、人的資本開示に対する国際基準設定主体の取り組みへの期待が記載されておりまして、そういった意味でも人的資本というトピックが今後国際的に重要なトピックになってくる、開示の重要なテーマになってくる可能性があるというところは一定程度のコンセンサスが国際的にも得られつつあると言えると思います。

人的資本は、岸田政権の「新しい資本主義」という観点から重要だということももちろんありますが、そのみならず、国際的にも基準化が今後進んでいくことが見込まれている領域であるというところは強調させていただきたいと思います。

続いて 7 ページ、国際基準が今どういう状況なのかですが、先ほどの森先生の御説明とも重なりますが、まずは2つ目のブレットポイント、国際サステナビリティ基準審議会が、いわゆる S1 基準、S2 基準と言われるサステナビリティ開示に関する全般基準と気候開示基準を 2023 年 6 月に最終化しています。

そして、気候開示の次のトピック、気候の次に何を開示させるのかという議論を今まさに進めている状況です。

国際サステナビリティ基準審議会には日本からもボードメンバーとして入っていただいておりますし、この国際基準に基づいた日本基準の設定主体、右側に SSBJ と記載しておりますが、森先生をはじめとする委員の皆様、今まさに日本で使っていく基準の議論をしていただいている状況です。

8 ページが金融庁で出させていただいているサステナビリティ開示のロードマップです。このロードマップで中期的にどういう方針を示しているかですが、まず一番上、有価証券報告書の「記載欄」を 2023 年に新設いたしました。そして、右側のほうを見ていただきますと、点線で囲われている部分があります。この点線では、SSBJ がつくった基準が日本の有価証券報告書に組み込まれていく見込みを示しています。サステナビリティ開示は、現状自由度が高いということを申し上げましたが、数年後には、何を開示しなければいけないのかが明確に定められたサステナビリティ開示の国際基準、ISSB 基準を踏まえた SSBJ 基準という日本基準が最終化し、そしてこの日本基準を有価証券報告書の制度開示に取り込んでいくことも見込まれます。

そしてその下、「第三者による保証」という記載がございますけれども、単に企業が開示をするのみならず、第三者、例えば監査法人、また、ISO 系の保証業務提供者の方も入られるかもしれないと思いますが、こういった第三者による保証、チェックという枠組みにより信頼性も確保して

いく、流れとなることも見込まれます。

サステナビリティ開示には不確実性の高い情報も含まれます。それを第三者がどうチェックしていくのかは難しい面もあります。しかしながら、国際的にはグリーンウォッシュに対する問題意識もありますし、企業側からのアピールだけでいいのか。投資家が投資する上で信頼性の確保をどうするのか。そういったところに答えていかなければいけないというところがございます。恐らく来年ぐらいから保証という議論も大きなトピックになっていくと考えています。

そしてその下に記載した、国際基準である ISSB 基準の動向ですけれども、先ほど申し上げました通り、2023 年 6 月に全般基準、気候基準を最終化し、次の基準の検討が今後始まります。

最新情報によれば、2024 年上半期に次の基準設定プロジェクトの対象となるトピックが何になるかが決まっていこうと言われていています。それが人的資本の基準なのか、生物多様性の基準になるのか、このあたりはまだ確定はしていない状況です。そして、2024 年 7 月以降に、次の基準設定プロジェクトが始まっていくであろうと言われており、日本からもいろいろと意見を打ち込んでいくステージに入っていくと考えています。

そしてその下に記載した、国際監査保証基準審議会（IAASB）がサステナビリティの保証基準の設定を行っていきます。サステナビリティ保証基準は、2024 年 9 月にグローバルスタンダードが完成する予定です。その後、このグローバルスタンダードを前提とした日本の基準、そして、その制度導入について議論が行われることが見込まれます。

その下には、米国の状況を書かせていただきました。御存じかもしれませんが、米国は野心的な規則案を 2022 年に公表しました。しかしながら、当初の予定通りには検討が進んでいないようで、現時点で見通せない状況になっています。ですので、今ここで書かせていただいている、当時案として出されていたものとは異なる内容で議論が進む可能性があるとお考えいただいてよろしいかと思えます。

そして、その下は EU です。アメリカとは対照的にこちらは着実に前に進んでいるようです。2024 年度には、欧州の上場企業がサステナビリティ開示を行うことが見込まれます。そして、その中には Scope3 開示のようなバリューチェーンにおける排出量に関する開示も含まれてきますので、欧州企業のバリューチェーン、サプライチェーンに入ってくる日本企業に対しても、サステナビリティ情報の提供が求められてくる可能性があります。そして 2025 年には、欧州にある、一定以上の規模の非上場企業もサステナビリティ開示の対象となります。規模の大きい欧州子会社を持つ多くの日本企業が、欧州の子会社レベルでサステナビリティ開示を求められることとなります。そしてその後、2028 年には、いわゆる域外適用と言われておりますが、日本企業であったとしても、連結グループ全体として欧州基準に基づくサステナビリティ開示が求められることが現時点では見込まれています。このあたりの対応が日本企業の間で重要な課

題になっていると伺っておりまして、私たちも動向を注視しています。

このように国際的にダイナミックに動きがある中で、日本としても制度設計をしている最中となります。

9 ページに進みまして、2023 年 6 月に最終化した国際基準について、上で簡単に内容を説明させていただいております。国際基準を踏まえた日本基準はいつできるのという説明が下にございます。2024 年 3 月、もう 3 か月後ですけれども、日本基準の公開草案が公表予定です。そしてその 1 年後、日本基準を最終化することを目標として掲げている状況になります。

10 ページで IOSCO のエンドースメントについても少しコメントさせていただきます。IOSCO は日本の金融庁、アメリカの SEC など、各国の証券規制当局の国際的な機関です。IOSCO は、ISSB がつくったグローバルスタンダードに対して一定のお墨付きを与えておりまして、世界的に適用されることを推奨しているという状況です。

実は会計基準の IFRS 基準が世界基準になった大きなターニングポイントは、やはり IOSCO のエンドースメントでした。当時、2000 年、IOSCO が国際会計基準をエンドースメントしまして、それにより世界的に国際会計基準の適用が広がっていった面があります。まさに同じようなことが今起ころうとしています。その意味でも ISSB の国際基準を我々はしっかり見ながら動いていかなければいけないと考えています。

11 ページですが、コーポレートガバナンスの分野においても、サステナビリティの影響が国際的な原則に入ってきています。「改訂の主な内容」の 1 つ目に、「サステナビリティ」に関する改訂点と記載させていただきました。

12 ページですが、こういった国際的な動向も踏まえ、今日のテーマであるところの人的資本に絞って考えたときにどういう動きがあるのか。日本が今どこにいるのか。そして、どこに向かっているのかというお話をさせていただければと思います。

13 ページですが、人的資本に関しまして、先ほどございましたディスクロージャーワーキング・グループ報告の中で、人的資本開示は重要なので制度開示に含めていくという議論になりました。

先ほど森先生のほうからもお話がございましたけれども、視点はあくまで投資家目線です。丸山様のほうからもお話がございましたように、投資家の方々にとって本当に必要な情報を開示していく、ここが大きな視点です。

14 ページですが、人的資本に関しましては、政府としてのより大きな考え方もございます。「人的資本を重視する社会の実現に向けて」は岸田総理のスピーチです。先ほど森先生からも同じようなお話がございましたけれども、投資家に対する情報開示にフォーカスしている。しかしながら、いろいろな形で企業行動に影響が及ぶ面もあると思います。岸田総理のスピーチ

の中のメッセージは、日本という社会をよりよい社会に変えていくために人的資本を重視する社会に変えていくことが重要だという点です。

そして、女性活躍が非常に重要だということもございます。これも長年、日本が抱えている課題です。こういった社会課題も見据えて、一番の下の部分、人的資本に関する開示ルールを整備していく。そして、国際的なルールの形成を主導していく、スピーチではこういった点が述べられていました。

女性活躍の推進といいますと、どちらかという社会政策的な側面があって、投資家向けの情報開示とは若干ギャップを感じるというご意見も伺うのですが、女性活躍と投資家向けの情報開示がどうつながるのかというところも後ほどお話をさせていただきたいと思います。

15 ページですが、人的資本開示がなぜ重要なのかに関しまして、金融庁として ISSB に対してコメント・レターを送りました。今まで IFRS の会計基準ですとか、ISSB のサステナビリティ基準設定に金融庁としてコメント・レターを送ることはありませんでしたが、今回初めてコメント・レターを送付しました。

人的資本はまだ未成熟なエリアで、日本でどんどんプラクティスができ上がっていく中で、投資家のためにどのような情報が必要だという議論が今様々な形で起こっています。しかしながら、海外では、形式的な開示をすればいいのではないかという御意見を伺うこともあります。投資家を含めたいろいろな有識者の方々から伺う、どういった開示が投資家にとって有益なのかという観点をまとめてレターで提出させていただきました。

大きなメッセージは3点ございます。まず、長期的な企業価値に関連する情報として必要な情報開示。これは柳川先生からもお話がございましたとおり、まず企業価値を向上させる経営戦略というものがあつて、そしてその経営戦略と密接に関わる人材戦略に関する情報開示、これは投資家にとって非常に有益であろうという点が1点目です。

そして2点目、イノベーション関連ですけれども、多様性に関する開示。例えば女性管理職比率ですとか、いろいろございますけれども、なぜ多様性に関する開示が企業価値につながっていくのかというところですが、これは多様性というものがあつてこそ、いろいろな発想、考え方を持つ方々の様々な議論の中でいろいろなアイデアが生まれ、そこからイノベーションが生まれるという点です。例えば私のような中年男性しかいない会社であれば、同じような発想しか生まれなくて、新しい発想というものは出てこないかもしれません。これに対して、多様な方々が一緒にいろいろな議論をする中で新たな発想が生まれ、イノベーションを起こしていくことにつながるかもしれません。そういった意味での多様性の重要性です。単に形式的な多様性に関する開示ではなくて、その先にあるイノベーション、そして企業価値創造、そういったところも踏まえたものが2点目です。

そして3点目です。今、気候対応は非常に重要なサステナビリティ課題ですが、気候対応人材が全く足りないという議論がいろいろなところで起こっています。人材育成投資が開示されれば、人材育成に関する支出が単なる費用ではない、将来に向けた投資であるというところにつながる可能性が生まれます。そして、重要なサステナビリティ課題への対応にむけた人材育成投資、今多くの企業が直面している気候対応人材不足の解消にもつながってくるであろうという記載もさせていただきました。

16 ページでは、先ほど少し申し上げました、投資家の方にとって女性活躍推進がどういった理由から重要なのかにつきまして、4つの点を記載させていただいております。先ほど申し上げましたイノベーションという点については、ダイバーシティを実現することで多様な視点が入り、そしていろいろな新しい発想が生まれてくるという点を記載しています。そしてその右側、働き方改革による生産性向上ですけれども、役所も含めて日本の多くの企業が長時間労働を課題として掲げ、そして改善に向けたいろいろな取組をしています。これによって生産性が向上する。それは企業の成長にとっては非常に重要であろうと。そしてまた、従業員のモチベーションも高まり、従業員のエンゲージメントが高まることによって、よりよい商品、サービスを生み出すことにつながるであろうというところを記載させていただいております。

そして、左下、人材確保です。柳川先生のお話にもございましたが、人的資本はある意味、持ち運びができるものですので、辞められてしまうと企業としても失ってしまう、そういった側面がございます。そういった意味で、リテンションは重要ですので、女性の活躍、女性が長く働きやすいような職場をしっかりとつくっていく、そういったところが重要であろうというところではあります。

そして、右下、リスク低減というところではあります。同質的な人材しかいないような組織では、ある意味、ガバナンス上のリスク等に対しても鈍感になってしまうという側面がございます。そういった中で、多様な人材が入ることにより、いろいろな形でリスクに対する感度を高め、リスクを回避していく。それが企業の長期的な成長につながるであろう。そういった側面もあるというところを記載させていただいております。

17 ページですが、先ほども申し上げました、女性活躍推進が投資家にとっても重要であるという点も踏まえて「男女間賃金格差」、「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」を有価証券報告書の開示項目としています。

18 ページの ISSB のアジェンダ協議は森先生のほうから御説明がございましたので、割愛しますけれども、人的資本が ISSB の次のアジェンダの有力なトピックとなっています。

最新の ISSB の議論ですけれども、寄せられたコメントを分析した結果、人的資本に対しても生物多様性と同じように多くの賛同の意見が寄せられたと言われております。まだ確定的なこと

は分かりませんが、人的資本が次のトピックの一つとして入ってくる可能性は十分あるかと思われまます。仮にそうなれば、国際基準設定の場で人的資本開示の議論が始まり、日本としてしっかり意見を打ち込み、そして国際基準ができ上がった段階でそれを日本の基準として取り込んでいく、そういったステージに中長期的には入っていくことが考えられます。

19 ページは金融庁からのコメント・レターでして、御参考までです。

続いて 20 ページですが、今、アメリカは全く独自の動きをしています。気候開示に関しては政治問題化してしまったともいわれています。人的資本に関しては、アメリカで少しポジティブな動きがございまして、この 9 月、SEC の投資家のアドバイザー・コミッティーにおいて人的資本に関して規則をつくるべきという取りまとめがなされました。そして、SEC として、今後検討が求められる状況にあるようです。

人的資本は国際基準の場においても、そして EU の開示規則の中にも入ってきていますし、SEC の議論にも入ってきている。そして、日本においても今議論が進んでいる。ある意味、非常にホットトピックだと考えています。

このような中で、いろいろな開示が行われていますが、金融庁としてよりよい開示をどうやって広めていくのかという観点から行っている、好事例集の取組を 21 ページ以降で御紹介させていただきます。

22 ページですが、2019 年から好事例集を公表させていただいていますが、投資家、そしてアナリスト、企業の皆さんにも入っていただいて、どういう開示がいいのか御議論いただき、これは素晴らしいという開示を選ばせていただき、公表させていただいています。これは多くの企業の方々からも御好評いただいております、こういったものを参考によりよい開示に取り組んでいただいているところとなります。

そして、今日のトピックである人的資本、多様性に関する開示で、何がポイントになるのかというところですが、皆さんに御議論いただきました結果、24 ページに記載させていただきました点がポイントだと投資家・アナリストの方々から伺っています。

まず 1 つ目のブレットポイントは独自性と比較可能性、これらをいかに達成していくのかという点です。ある意味、独自性と比較可能性は相反する面もあります。比較可能性ばかりを押し進めると、確かに横並びで比べることはできますが、形式的なものになりかねない。他方、各企業の独自性は重要ですが、独自性だけだと全く比較ができなくなってしまう。これをある意味うまくバランスを取っていくようなところ、これが重要だというところが 1 つあります。

そして、2 点目、定量的な開示が重要だということも最近よく言われますが、KPI もなぜその KPI を使っているのかを併せて説明していただくことが重要だと考えられます。さもなければ、数字がよく見えるという理由で KPI が選ばれてしまっは、意味がありませんので、その

会社のビジネスモデルにとってなぜその KPI が重要なのか、目標を達成する上でなぜその KPI が重要なのかというところをしっかりと説明していただくということが重要だと考えられます。

そして、3 点目、マテリアリティをどう考えているのか、開示しているものがなぜ重要だと考えているのか、それが比較できるような形で、相対的に見てこれよりもこっちのほうが重要であると、それが読み手にも分かるような形で開示をしていただくというところです。

それから、グローバル展開をしている会社においては、例えば欧州が非常に重要な拠点ということであれば、欧州でどういう人材育成をしているといったロケーションともフィットさせるような情報開示が重要であると言われています。

独自の指標を開示することを支持する御意見をいただきますが、どのようにしてその数字を計算したのかを明確に開示していただかないと、何となくふわっとした形で単に数字だけが出されても、ミスリーディングな可能性があるという意見もあります。

それから、過去実績を示した上で、長期時系列での変化を開示するという点です。今この瞬間、定量的に数字が何%ですとだけ言われても、正直よく分からない。それが例えば過去から右肩上がりでは上がっているとか、それを将来的にどこに持っていかうとしているといった時系列情報が非常に重要であると伺います。特に横並びの企業間比較が難しい以上、タイムシリーズ、時系列での比較ができることは期待されますので。

一番下、これは繰り返しになりますが、企業の価値向上のための全体戦略、そしてそれを実現するための人材育成、人材戦略、それがどう直結しているのか、ここをしっかりと開示していただくことが重要であるという点です。

25 ページから 28 ページで好事例として挙げさせていただきましたのはエヌ・ティ・ティ・データの開示例です。こちらの会社はコンサルティングを行われていますので、人材が非常に重要です。機械設備よりもはるかに人材が重要であるという会社においては、人的資本の開示が大変重要になってくると思います。

全体の中期経営計画の側面から、人材戦略がどう結びついているのか、そういった記載がまず 25 ページでされています。

そして、26 ページで、プロフェッショナル人材はどのようなスキルセットを持った人なのかを定義しています。これが左側です。そして右側で、そのスキルセットを持った人材を育成するために、どのようなトレーニングを行うか、こういった人材育成プログラムを、900 人という数字も入っていますけれども、具体的に何人ぐらいが受けているのか、そういったところも記載しています。

そして、27 ページの左側です。先ほども時系列というお話がありましたが、時系列で見て女

性管理職比率はどのような形で伸びてきているのかも記載されています。

28 ページの右側ですが、こちらは定量的な開示ということで、いろいろな形で定量的な数値を開示していただいています。そして実績と目標を横並びにすることによって、会社として掲げている目標に対してどこまでの進捗なのか、達成できているのかが、分かるような記載となっています。

そして、29 ページは双日の開示例です。こちらの会社も時系列というところも開示をしています。興味深いのが、30～31 ページの枠囲みの記載でして、男女間の賃金格差がなぜ発生しているのかという理由、そしてそれを今後どのように縮めていくのかという会社の考え方、それを併せて示している点が特徴的だと思います。単に女性活躍推進法で求められている数字を出すだけではなくて、いろいろな理由で男性のほうの賃金が高いのであれば、それがなぜなのかという分析をして、そしてそれを今後どうしていくつもりなのかということも記載されている。こういった定性的な情報が定量的な情報と組み合わせられて開示されることによって、投資家の方々に対して有意義な情報開示がなされているともいえると思います。

32 ページ以降で海外の好事例も記載させていただきましたけれども、見ていると、日本企業の好事例は決して負けてないと思います。

発信力、英語で開示し、海外の投資家の方々にアピールしていく、このあたりをより強化することで、より国際的にも注目される人的資本開示になっていくと考えております。

拙い説明で恐縮ですけれども、御清聴どうもありがとうございました。(拍手)

5. 報告を受けたディスカッション

○守屋 3名の御報告者の皆様、それぞれのお立場から非常にタイムリーで充実した御報告をいただきまして、ありがとうございました。

それでは、ただいまの御報告内容を受けましてディスカッションに入りたいと存じます。御報告に関連するどのような点に関してでも構いませんので、御自由に御意見、御質問などを頂戴できればと存じます。

○大崎 すみません、最初に一言お伺いしたいことがございまして。

まず、大変充実した御報告、誠にありがとうございました。大変勉強になりました。

その中で、最初に出てきた問題でございすけれども、日本の今の制度の動きは専ら開示制度、それも有価証券報告書等の開示の制度として動いています。一方で、ESG、特にEとSを言い出した社会的な背景というのを考えると、これはさっきの岸田総理の演説にも出ていました

けれども、いわゆる社会課題の解決ということとして、これは有価証券報告書提出企業だけでできる問題ではない気がするのです。EU の制度ですと、このサステナビリティの問題というのは、あくまでも売上等の規模で見た、経済において大きな役割を果たしている企業はみんなやらなければいけないというふうになっていて、上場、非上場関係ない。ここらは今後変わっていくべきなのか、どうなのかといったあたりです。

あと昨今、MBO なんていうのが非常にはやったりして、上場コストとかということが言われたり、また、投資家の側からもパブリック・マーケットではそんなに儲けられないから、プライベート・エクイティがこれからは狙い目だという話が出てきたりするという中で、上場企業にフォーカスした政策の進め方というのをどうお考えなのか。このあたりお三方、どなたでも結構なので、何か御見解が伺えればと思う次第です。

○森 グローバルには、大企業も大事だけれども、SME も大事だよと、そういう議論が出てきているかなと思っております。また、バリューチェーンがサステナビリティ報告の場合には大事なので、例えば温室効果ガス排出量の報告を取っても、大企業が報告するにしても、取引先の情報を得ていかないと報告できない。あるいは人権に関する情報も、会社自身だけではなくて、その取引先の責任も問われてくるので、それも企業にとってのリスク・機会になってくる。そうすると、大企業だけ求められる、上場企業だけ求められていても、一方で、必要な情報が取引先から取れないとなると大企業もなかなか報告が難しくなるという問題があります。ですから、何らかの形で上場企業以外に関する情報整備ということも、あるいは取組推進ということも、もちろん社会的な観点も重要なのですけれども、資本市場における開示政策という観点でも重要なことというふうに思っているのが1点でございます。

一方で、冒頭にももともとはマルチ・ステークホルダー向け、ターゲットユーザーをはっきり決めないで企業は開示に取り組んでいたと申し上げましたが、その当時の悩ましきとしては、ターゲットユーザーを決めないために、誰に対して何を報告するかということが全く企業側で明確になってこないもので、そうすると、企業側は何のために我々は報告しているんだろうというジレンマをずっと抱えながら、あまり意味のある報告は実質的にできてこなかったという、そういう過去もございます。

やはりユーザーがフォーカスが決まることによって、そのユーザーのニーズを踏まえつつ何を伝えていくのか、そして、企業総体として見ている投資家だからこそそこでのエンゲージメントが生まれてくるということもあります。例えばドイツのように、コーポレートガバナンス上、従業員の代表が入ってくるとか、そういったことがあると、従業員に対する報告ということも意識した形での報告とガバナンスメカニズムが総体として機能してくる部分はあると思うんですが、日本の場合、消費者であったりとか、従業員に向けた報告としたときに、それがた

だの報告だけではなくて、意思決定にどうインパクトを及ぼしていくことができるかと言うと、結構課題は大きいなというふうに思っております。

すみません、雑駁なコメントでございますが。

○大崎 ありがとうございます。それを伺っていて、またちょっと余計なことを思いついてしまったのですが、例えば取引先から得られた情報とか、上場企業の内部から出たのではない情報も、サステナビリティ開示に入れていくときに、今はまだそこまでは問題視されていないと思うのですけれども、これは虚偽開示だという話が出てきたときに、虚偽開示の虚偽になってしまった原因が外部の情報だという場合の責任の取り方、追及の仕方というのはどうなるのでしょうか。またわざわざ面倒な話を出してしまいますが、気になりました。

○保田 貴重なお話ありがとうございます。慶応の保田です。

主に丸山さんと倉持さんに対しての質問というか、コメントみたいになっちゃうんですけども、統合報告書、あるいはサステナビリティレポートを一生懸命企業さんは開示していますと。どの程度運用の現場で加味しているかというのが、何となくもやっとしているといいたいでしょうか、ブラックボックスだなと思ってまして。最近の学術研究なんか見ていると、例えば AI とか、IOT とか、ダイバーシティなんていう言葉をたくさん散りばめていると、その会社の株価というのは翌年度上がるという研究結果が出てきたり、あと人的資本系のスコアの高いところのテキスト分析をしてみると、文字数が多いとスコアが上がるというような傾向も見られたりしていますので、要は、テキスト分析とかすれば、ある程度評価されるものとか、株価につながるものというのは何となく見えてきているなという気がしています。そうすると、企業はそれらを受けると、どうすれば〇がもらえるかというのはほぼ自明になっているはずなんです。今うちのゼミで日経新聞の統合報告書アワードの審査員をやっているんですけども、学生たちに統合報告書を見せると、学生たちが見ても優劣は明らかなんです。いろいろなアワードを受けている、例えば伊藤忠さんとか、レゾナックとか、ああいうハイスコアのところの統合報告書を見ると、まさに金融庁さんのほうでベストプラクティスで出ているようなものをそのままちゃんとやっていると。模範解答が出ているにもかかわらず、結構明確な優劣がついていて、これは何なのだろうと。本当に総合報告書が現場で見られているのであれば、企業さんは模範解答は出ているんだし、すごくイージーにできるし、テキスト分析できて、多分生成 AI でもできるのに、何かあまりできてないような気がしています。ということは、まだ投資家さんがあまりちゃんと評価してないから、そういうものが出るのか。アリバイづくりで出しているのか。そういうところのもやもやが取れなくて。雑駁なコメントになって大変恐縮なんですけれども、何かコメントをいただくと助かります。

○倉持 貴重な御意見どうもありがとうございます。大変工夫されていらっしゃる開示、最低限の開示をされていらっしゃるケースなど、様々な開示が行われていると思います。

ではなぜそのような状況になってしまっているのかですが、サステナビリティの分野は、本当に新しい領域ですので、会社の中でもどこまでここで情報を開示していけばいいのかというところについて検討中の会社もあるのかもしれませんが。仮に投資家の方々から強く情報を求められれば開示していくことになると思いますが、投資家の方々どこまでエンゲージメントされているかも、企業の規模等により、大分違いもありますので、そういった意味での違いも大きいかもしれません。そういった意味では、投資家の方々エンゲージメントをされていらっしゃる会社さんほど、投資家の方々から人的資本に関する情報ニーズを聞き、毎年ブラッシュアップをされていくといった側面もあるのかもしれませんが。

いずれにいたしましても、ルールで開示すべきことを示すことでは改善は難しいかもしれません。好事例をお示しする中で、企業が好事例と言われる開示を見ながら全体として開示の改善が実現することが期待されると金融庁としては考えております。ありがとうございます。

○丸山 御質問ありがとうございました。統合報告書は真面目に読んでいます。特にその会社のことを初めて知ろうとするときはじっくり読みますし、CEO メッセージで何を語っているのか、去年と何が違うのか、社外取の方がどんなことをコメントしているのかに注目しています。

では、なぜ、先程先生が指摘されたようなことが起きているのかを想像すると、投資家並びに株式市場の参加者は、変化を見逃さないようにしているからだと思います。社長の交代、社長のメッセージの変化、もしくは、昨年よりも人的資本の開示が増えた時など、何か前向きな変化が起きているのではないかという見込みで、株価がポジティブに反応することはありえます。しかし最終的には、先ほど申し上げたとおり、開示の内容が投資家の確信度につながるかどうか重要です。統合報告書での人的資本に関する記述の変化が文字数増加やキーワードの羅列だけだったら、いずれまた株価は元の位置に戻ると思います。しかし、統合報告書は、投資家だけが読むものではなく、役職員、従業員、取引先、いろいろな方が読むものなので、統合報告書の内容をきっかけに良い会社が変わっていくとか、そういう効果があるのであれば、それはそれでいいのではないかなと思っています。

すみません、楽観的なコメントで恐縮ですが、そんなふう考えております。

○柴崎 貴重なお話をいただき大変勉強になりました。丸山様にお伺いしたいのですが、先ほど人的資本を通じて企業価値が上がるので、そこを見なければいけないというご指摘はその通りだと思います。一方で、変化のスピードというお話もありましたが、実際に企業が変わるためには、それなりの長い期間が必要になると思います。人的資本投資の時間軸とその成果の時

間軸について、どのように考えていらっしゃるのでしょうか。

また、人的資本経営が広がっていくと、利益よりも付加価値が重視されるなど、評価尺度が変わることもあり得ますが、その点についてもご意見をいただければと思います。

○丸山 ありがとうございます。まず期間ですね。期間は確かに難しく、人的資本を高めていこうといっても、いつまで経っても成果が出ないように見えると、やはりそんなに長く高い株価は維持できないと思います。当たり前のことを言って申し訳ありませんが、企業価値は将来キャッシュフローを資本コストで現在価値に割り引くということですので、人的資本経営の実効性が不確実性の低下にどれだけつながるのかという観点が重要だと考えております。例えば、会社が事業変革に取り組んでいる場合、多くのケースで、CEO なり CFO が定期的に投資家の関心事項を開示する形で期待値をつなぎ、不確実性を低下させようとしています。

ですから、人的資本に関しても、例えば事業ポートフォリオ変革に伴い 1000 人のテクノロジー人材が新しく必要な場合、人材育成のスピードですとか、外から獲得する人材は予定通りに採用できていますとか、多少遅れていますが今後巻き返す予定ですなど、そういうことをはっきり言っていただくと、オントラックで出来ているとか、こういう問題があるけれども競合他社よりはいいですねとかが把握できます。そういう形になっていけば、時間がかかったとしても、投資家の期待はつなぎ止められるので株価が大きく下がったりすることはないと思いますが、言いつ放しで 1 年何の追加情報もないと不確実性が高まり、高い株価が維持できなくなるということだと思います。なお、ご指摘の通り、実際に企業が変わるにはそれなりの時間がかかりますので、最終的には人的資本経営の実効性が重要になります。

次の御質問は利益というのは付加価値ベースで？

○柴崎 企業の取り組みが KPI 等で示されている通り、オントラックで進んでいることが確認できれば株価は上がっているかもしれません。株価にどう反映されるかが結果的には大事になってくるのですが、実際にはそれらの指標だけをベンチマークとして企業が運営されているわけでもないでしょうから、企業価値と開示情報のギャップはまだ相応に大きいと思います。そのギャップをどのように埋めていくかについてご意見を頂ければと思います。

○丸山 指標とおっしゃっているのは人的資本の KPI だったりと。

○柴崎 そうですね。人的資本の KPI もそうですし、当然ながら収益予想等の数字自体もです。

○丸山 投資家は利益と株価ばかり見ていると思っていたが、そうでもないのだねという指摘をいただくことがあります。人的資本開示に対する投資家の高い関心はその最たる例だと思います。一方で、今回東証が中長期的な企業価値向上イニシアチブの中で、企業価値は株価によって定まる、株価を意識した経営が企業の成長に重要な役割を果たすということをはっきりさせたことの意義は極めて大きいと思っています。最終的に株価がどのように動くのかに関心が

向くと、今の企業価値を構成しているものを何らかの形で増やさないと株価は上がりませんので、さて何をすべきか、ということになるはずです。その経営戦略の策定と実行を担う CEO とは、とてつもなく大変な仕事だと思っています。特に期待値の高い会社は、その期待を超える結果を出さないといけないわけで特に大変です。決算のときに予想どおりの実績を出しても株価は上がりません。どういうときに株価が上がるかと言うと、期待を超えたときなので、期待を超えるものを出していくというのはどういうことなのかをしっかりと考える必要があります。

逆説的に聞こえるかもしれませんが、日本企業にはチャンスだと思います。例えば、今まで人的資本ですとか、そういったところへの取り組みが弱く、人材のモチベーションが高くないとか、インセンティブ・ストラクチャーもちゃんとできてないという問題があった企業にとっては、そこに実効性のある取り組みができれば、その会社は中長期的に変わっていくのかもしれないと、そういう形で投資家の期待を変えることができる可能性があるからです。

まとめると、どういう形で企業価値を上げようとしているのか、生産もしくは販売能力の向上なのか、事業ポートフォリオの変革なのか、人材戦略については何をするのか、経営戦略と人材戦略はどのように連動しているのか、これを分かりやすい形で資本市場に出していただき、それが投資家の確信度につながれば、株価にも反映されていくと思います。

すみません、回答になっていましたでしょうか。

○柴崎 詳細にコメントいただきましてありがとうございました。

○後藤 御報告どうもありがとうございました。大変勉強になりまして、冒頭でつかみどころがないと感じていると申し上げたことの幾ばくかは解消されたような気がしています。質問なのか、コメントなのかよく分からないのですが、2つほど、特に丸山様に向けてなのかなと思うのですが、冒頭の柳川先生の基調講演も含めてなのですけれども、結局、人的資本経営と言ったときに、これまでの、単にコストとして見るのではなくて、それを企業価値の成長にどうやってつなげていくかが大事であると。ただ、悩ましいのは、どうつながっていくかというのを数字でパッと表すのはなかなか難しいという話で、なるほどなと思っていたんですが、何も人的資本に特殊な話ではなくて、例えば R&D もコストとして見るのではなくて、成長のために必要な投資なんだけれども、役に立っているのか、立たないのかは、将来の話でもあるので、そもそも定量化することは難しく、幾ら使いましたということしか分からないということがあるのかなという気がしまして。ただ、意味のある研究開発をしているのか、そうじゃないのかというのは、もっと質的な情報と併せて評価しなきゃいけないということなのかなと思ったのですが、お伺いしたいのは、投資家の目線から見た場合に、結局どちらも大事だと思うんです。それは多分業種によって、人的資本への投資のほうの方が大事なのか、研究開発のほうの方が大事なの

か、両方なのか、いろいろあると思うんですが、研究開発をどう取り組んでいるかということの評価と人的資本への取組の評価というのは、大まかに言って同じようなことなのか、それともやっぱり両方で違いがあるのか、お伺いできればなと思いました。それが1つ目です。

2つ目ですけれども、これは先ほどの柴崎さんへの質問の中で丸山さんがおっしゃったこととも関連すると思うのですが、人的資本が大事ですねと。開示も要求するようになりましてと言うと、これに伴ってたまに目にすることが、人的資本が大事だということは、これまでの日本企業のやり方は正しかったのだと。なぜかと言うと、日本企業はこれまで人的資本を大事にしていたからだ。というような言説を耳にすることがあるんですけれども、そういうことが柳川先生のスライドにも出てきているのですが、ただ、本当に大事にしてきたんだろうかと。これだけ皆さん戸惑われるということは、やっぱりしてこなかったんじゃないかという気もして。恐らくこれまでの日本企業がしてきたのは、労働力を囲い込んで首を切らなかつたということであって、それがここでの文脈で議論されている、人的資本を大事にして人的資本経営をするということと一緒になのかと言うと、今日のお話を伺っていて思ったんですけれども、そこは少しずれがあるような気がして。そうすると、単に人的資本が大事ですよというふうに言ってくると、これまで金融庁さんがすごくガバナンス改革に取り組まれてきたかと思うんですけれども、そこでせつかく生み出されてきたものが、何か揺り戻す方向にこの議論が使われてしまわないかなということにはたまに危惧を覚えるところがありまして。

質問としては、投資家から見て、その辺の議論の方向性とか、そこにどういうふうに感じておられるかなということと、それから、金融庁さんでその辺の全般的なガバナンス改革の流れというのと人的資本に関する――取り上げる価値がない言説もあるかもしれないんですが、その辺でもし何かお考えのことがあったらお聞かせいただければなと思います。よろしく願いいたします。

○丸山 御質問ありがとうございます。R&D の評価と人的資本への取組みへの評価は同じなのか、違うのかというのは大変難しい御質問だなと思って聞いておりました。ご指摘の通り「質的な情報と併せて評価しなきゃいけない」という観点では、大きな違いはないと思います。R&D の分野では、今でも、R&D の売上高対比での割合が注目されることが多いのですが、何のためにどのような意思決定プロセスを経て資金が投下されているのかを議論することが増えてきたような印象を持っています。R&D にガバナンスが利いているのかという観点です。多くのCEOも同様の問題意識を持っており、研究者が研究したいことを研究していますということはなくなりつつあるようです。そもそも何のためにこういうビジネスをしようとしていて、そこに自社の強みを持ちたいので、こういう研究をして、それに対してどういう結果を出そうとしているのかを可視化する。R&D では、このようにきちんとガバナンスが効いているかを評価するケー

スが増えてきたような印象を持っています。

人的資本に関しても、同様だと思います。今後、人的資本関連で企業がどのくらいの資金を使っているのかは注目されると思います。しかし、先程も申し上げたとおり、人的資本に関しては、人材戦略が経営戦略に連動しているのか、人材ポートフォリオの観点から外部人材の獲得が必要なのか、既存メンバーの育成で十分か、スピード感はあるのかなど企業の置かれた状況によって様々な論点があります。

まとめると、質的な情報と併せて評価する必要がある点は共通ですが、R&D ではガバナンスの観点に評価の軸が置かれることが多いのに対し、人的資本では具体的な人材戦略に関する議論に基づく評価が多くなるのではと考えております。

なお、日本企業と海外企業を比較した際に、日本企業は本当に従業員を大事にしてきたのか、人材育成に資金を投下してきたかという観点に関しては、日本企業はそこに資金をほとんど使っていないのが実態だと見えています。

○倉持 非常に示唆に富む御質問どうもありがとうございます。日本企業はこれまでも人を重視してきたんだと、ある意味、現状追認の主張となり、金融庁が取り組んでいるガバナンス改革を止めるようなことにならないのかと心配されるご意見だと理解いたしました。個人的な見解も交えてコメントさせていただきますけれども、人的資本とは何か？と言ったときに、いろいろな意見が出てきうると思います。確かに離職率が低いことも人的資本の一側面だと思います。しかしながら、投資家のご意見をお伺いするとそれよりもはるかに重要なのが、経営戦略と結びつくような人材を育成しているのか、そういう人材がどれだけいるのかという点だと理解しています。そういう観点からすると、日本的な雇用よりもアメリカ的な雇用、例えば新しいビジネスを始めようと思ったときに、ジョブ・ディスクリプションをつくって、それにフィットする人材を一気に雇う。あるいは、あるビジネスをやめようと考えた際に、その部門をたたんでしまい、従業員を解雇してしまう。そのほうが経営戦略と結びついた人材を確保するという観点からは、それこそが人材戦略、人的資本戦略なのではないかとおっしゃる方もいらっしゃいます。確かにそれも一つの側面なのかもしれません。離職率が低いということも、もちろん人的資本の一側面だと思いますが、単に離職率が低いというだけではなく、プラスアルファとして経営戦略にフィットするような人材育成ができていくのかというところをセットにして考える必要があるのかもしれません。

そういった意味では、今まで人を大事にしてきたということが人的資本という文脈で常に肯定されるかと言うと、そうではないケースもありうるのかもしれません。

それからあともう1点、ガバナンス改革と人的資本の議論は、私個人としては非常に親和性が高い議論だと思っています。人的資本と言ったときに対象になるのは従業員だけなのか。そ

れとも、例えば取締役等も含めて人的資本と考えるのか。ここもいろいろな考え方があるかもしれませんが、取締役等も含めて、会社の構成員の方々を広く人的資本だと考えることもできると思います。そういった考え方に立てば、まさに例えば取締役会の多様性とか、スキルマトリックスといったガバナンス改革の議論は、人的資本をどのように充実させていくのかという議論と直結する話だと思います。

そういった意味では、ガバナンス改革と人的資本に正面から取り組んでいくということはとても親和性があることだと思っており、今まで取り組んできていただいたガバナンス改革とも整合する形でこの人的資本の議論を進めていくことにより、日本企業の持続的な成長という方向にも議論し得るのではないかと個人的には期待しているところです。ありがとうございます。

○幸田 御説明ありがとうございました。今回金融庁さんから好事例であるとか、あるいは投資家サイドからの人的資本に対してエンゲージメントをどう進めているかというようなことで、人的資本経営に関する取組は、相応に関係者が意を持って進んできているということかと思えます。伝統的な大企業の人事部というセクションとの接点が、私自身は多いのですが、そういう中で、従来の人事部が随分と変わり始めようとしているということかと思えます。今回の開示も含めて取り組まなければいけないというようなことが一つのきっかけになっているのは間違いないと思います。伝統的な人事部というのは、いわゆる採用と配属と評価と、あるいは研修というような、そういう通常の人事機能の枠組みの中で運営される、いわゆる日本型雇用制度というような仕組みであります。それだけでは、昨今の大きな環境変化の下では、先ほどジョブ型の話もありましたけれども、難しいということを相当感じ始めていると思います。ということで、そこにどう手を入れるかについて、現実的に取組が進み始めたと思います。

ただ、今回の一つの論点は、今回の開示が人的資本関係についてはかなり概念的であるとか、あるいはストーリーをつくって示していこうというようなことが評価されるということで、そういう意味ではやや上滑りになるというような部分があります。今後藤先生の話も踏まえると、それぞれで進めてきたものが人を大事にしているというようなことで、どうしても変革には時間が経ってしまうという側面があるので、それをどうやって打破できるかということは、日本型雇用制度にかなり手を入れないとやっぱり難しいと思います。

そうすると、新卒一括採用方式だけではだめだとか、そういう実際の雇用の仕組みとの関係で改革していくことが重要です。新しい仕組み作りを後押しするような、そういうことを手掛けないと、やっぱり専門性であるとか、イノベーションのような視点も含めて動かないと思います。というようなことが現実的にあって、それは投資家がもう少し全体の、そういう本質論をどう見るかというようなことにもかかっているのかなと思います。包括的な観点での取組は

非常に重要ではないか。今、動きだした入り口論と、実態論のところの落差をどう埋めにいくか、どう動かすかということが非常に問われていると思います。

○小出 コメントと質問を併せてさせていただければと思います。私は法律をやっていて、ほかにも法律の先生はここにいっぱいいらっしゃるんですけども、この分野で法律に何ができるかということを考えたときに、一番初めに思ったことは、やっぱり人的資本というものについては、そこへの投資の失敗とか、損失が生じたということについて、なかなか法によって責任を問うのは難しい領域ではないかと思いました。つまり、人的資本に毀損があったことについて取締役の善管注意義務違反を立証するのは難しいだろうと思いますので、その意味ではやはり開示が非常に重要である。開示によって、マーケットを通じたサンクションを課することが有効なんだろうと思います。

一方で、開示についても、それを虚偽と判断して虚偽開示だとして法的な責任を課すのも非常に難しい領域のような感じがしますので、その意味では、情報の利用者の方がきちんと開示情報を検証していくことが非常に重要なんじゃないかなと思いました。それはある意味、後藤先生のご発言と同じことなのかもしれません。そこで実務の方にお聞きしたいのが、開示された人的資本に関するデータについて、よく見られているという話なんですけど、そこでのデータは将来にわたる時系列のものだという話もありましたので、そうすると、開示された情報について事後的な検証というものをちゃんとやっているか。何年前に出ていた情報というのが本当だったのかどうか、もしうそだったらそれは評価されないということになっているのだろうかと思ったんですけども、未来を見るだけではなくて、過去に出したものについての検証というものは行われているんでしょうか。これが1つ目の御質問となります。

もう1点はちょっと違った点なのですけれども、サプライチェーンの開示について私も関心を持ってまして、EUではそういう話があったのは私も理解しているんですけども、日本でもそういう議論はあるんでしょうかということです。日本でも、例えば子会社とか、グループについては連結開示という枠組みがずっとあって、しかも法的にも子会社に対しては親会社にはいろいろな権限があるんだと思うんですけども、バリューチェーンの開示をもしするんだとすると、その武器となるような法的な枠組みというのがまだしっかりないような感じがしてまして、その辺の議論をすっ飛ばして、EUでやっているんだから日本もバリューチェーン開示だというのは、やや行き過ぎではないかと思っていたものですから、その辺の議論がもし何かあれば教えていただければと思います。以上でございます。ありがとうございます。

○丸山 御質問ありがとうございます。実は金融市場が一番不得手なことは過去の検証だと思っています、基本的に先を見えています。余談ですが、ポジティブな話を取り込むのが上手なの

が株式市場で、特にアメリカ株です。ネガティブなことを取り込むのが早いのが債券市場という感じです。過去の検証という観点からは、御案内のとおり、アメリカの雇用統計は1か月後や2か月後に修正されていき、かなり大きく修正されることもあるのですが、それが市場価格を動かすことはほとんどないようです。勿論、株式市場においては、業績がその会社が以前出した利益予想通りにならないことが多いと、その会社に対する信頼は低下していき、そもそもあの会社は言っている通りには出来ない会社であるという認識が広がっていきます。人的資本のところでも、これだけやると言っていたのにいつも言いっ放しで、結局やらないという会社は、遅かれ早かれそういう評価になると思います。

それに加えて、最近では元従業員の声を集めた口コミサイトなどもあり、そのデータを使ってそれぞれの企業に関する検証をすることもできます。当社でもやっていますが、経営者がうちの会社の若手はみんなモチベーション高く働いていると言っているけど、若手からの評価は非常に低いケースは案外あります。このように、人的資本に関する情報として企業開示以外のソースも出てきていますので、企業と投資家の間の情報格差はだんだん少なくなってくると見ています。

○森 私のほうからバリューチェーンについてお話しさせていただければと思います。御質問いただきましてありがとうございます。日本でバリューチェーンどうのこうのというのは、まだ制度側での議論というのは全くございません。ただ、ISSBのグローバルな基準のほうではバリューチェーンの部分についても報告をするという、対象として含まれているので、日本のSSBJの基準でもバリューチェーンに関する要請というのは入れていくという方針になるかと思っています。

ただ、例えば温室効果ガス排出量も、いわゆる Scope 3 と言って、上流であったり、下流の排出量に関する報告、それを総量として幾らくらいかというのが、15 のカテゴリーがあるんですが、それについても報告対象として含まれてくるんですが、あくまで報告する企業から見た、見積もりによる報告も認められています。ですので、報告する企業がバリューチェーンの取引先情報を直接入手して、その情報に依拠した形で報告をしなければいけないかと言うと、そういった方法もあるんですけども、そうではない方法もかなり積極的に認められているというふうにご検討いただいてもいいのかなと思います。

とはいえ、そういった見積もりベースの報告ですと、例えば調達している材料のボリュームがどれぐらいか、産業連関表ベースの当該資材に関する排出係数というのも一般的な統計的な数値ベースでありまして、それを掛け合わせて、Scope 3、バリューチェーンの排出量を見積もって報告をするんですね。そうすると、会社側としてできるのは、当該資材を使うかどうかということと、大きく製品のつくり方を変えるかどうかという、それぐらいの選択肢しかなくて、

取引先における気候変動リスクを下げていくというところまでのコントロールというのはできなくて、ある意味本質的な意味がそれほどないと。ここについては、いろいろなプラットフォーム化はドイツ等でも進んでいますし、日本の中でも進んでいく中で、直接情報を取っていくということは進んでいくんだと思います。

ただ、先ほどまさに御指摘があったように、そこから入手された情報の虚偽があったときに、それについて誰がどういう形で責任を負わなければいけないんだろうか。そして、補償の話もありますので、補償するとき、そこまで見に行けるのか。今 EU 等で検討されているのは、もともとの取引先の排出量について、ある検証主体が検証して、そのデータを持って入手する側がそれに依拠して使えるとか、そのあたりの仕組みの構築は当然必要になってきますし、人権デューディリジェンスとか、こういったものは日本ではまだ対象になっていませんので、もし将来、人的資本関連でのバリューチェーンというのを取り組んでいくとすれば必要になってくるのかなと考えております。

○堀 すみません、私、途中参加で、一言だけコメントを申し上げさせていただきたいと思ひまして手を挙げました。まさに法律事務所は人的資本しかないというような団体でございまして、人が辞めると事務所が消滅するという非常に強い危機感を持って、人的資本を向上させるために日々努力しているわけでありましてけれども、若い世代が継続してエンゲージメントしていただけないとか、そして管理職になかなかならないとか、いろいろな問題を抱えている中で、日々奮闘してございます。

今日の御発表をいただいて、政府として、あるいは世界としてどのような動きなのかということは大変よく分かりまして、ありがたく思っておるわけですがけれども、やはり危機感というのを深掘りして考えていきますと、イノベーションとか、ダイバーシティとか非常に大事だよなということが、かなり上滑りしているといえますか、きれい事になってしまっていないかどうかというのは、非常に多くの企業、そして組織において感じるところでございます。どちらかといいますと、組織が生き残っていくためにこうしたことが必要なのだということに立ちますと、経営戦略を策定する側、そして企業の行動に影響を与える側にどのぐらいダイバーシティのある人材が就いているかどうかということで変わってくるように思いました。

ちなみに、今日も出席しますと、女性が私と梶原先生の2人でございまして、本当に政府の会議、そして多くの会議体において、取締役会を含めて、意図的に数を調整していない組織体において極めて劣勢でございます。今日のような比率が多くの標準的な組織体の構成を反映していると思ひますし、行政改革もそうですし、規制改革もそうですが、意図的に加えて多く採用しているといえますか、登用しているケースを除いて、日本社会においては基本的にはこう

した趨勢となっていると思います。

その背景は、やはり組織文化もそうですし、新卒一律採用、硬直的な、画一的なメンバーシップ型というのがまだまだ強いと思います。幸田先生もおっしゃるとおり、ジョブ型で、専門性のある人材を活用していくということは、女性活躍にとっても、ダイバーシティにとっても非常にいいのではないかと考えております。

いろいろ言いたいことはありますが、時間の関係であれなのですけれども、金融庁様に1点だけ。開示の項目を設けていただいたことで、企業がこの点について目を向けることと考え方を深めていただくということで非常に大事だと思いますが、賃金格差については、同じ役職、同じ等級についてというふうになってしまいますと、多くの、同じではない役職に就いている格差、特に管理職の数が少ないということなどが反映されないという問題もございます。そして、管理職比率については、代替性のない仕事にどれだけ就いているかという観点で大事だと思いますけれども、育児休業取得率、これは期間や負担がそのまま表れるものではない。多くの男性は一旦お休みのような形で育休を取られる。もちろんすごく育児で働いてくださっているというのはこの中にもいらっしゃると思いますけれども、多くは短期間で、そして長期の負担軽減になり得てないという問題意識があります。したがって、どのぐらいインクルージョンしているか、どのぐらいエンゲージメントしているか、これが寄与しているかということも、今後、将来的に記載項目に追加いただけるようにぜひ御議論いただきたいなと考えております。以上です。

○倉持 どうもありがとうございます。形式的な開示にならないように、実質的な開示にしなければいけないというところもおっしゃるとおりで、そういった意味では私たちも定性的な情報と定量的な情報を組み合わせて開示をすることの重要性もメッセージとして出していますが、今いただいたような点も踏まえて、よく考えていきたいと思っております。ありがとうございます。

○守屋 司会の時間管理がなっておらず、既に終了予定時刻を超過しており大変申し訳ないのですが、お許しいただければもう少し続けさせていただければと存じます。

○金澤 すみません、予定の17時を越えてしまった中で恐縮ですけれども、今日は貴重なお話をお伺いさせていただきまして本当にありがとうございました。今、幸田先生と堀先生がおっしゃったことに結構近い感想を持ったんですけれども、行動変容を促すための開示ということで、ガバナンス改革以来の政策だと思っております。

ただ、今回の開示項目は、意図的にだと思えるのですけれども、まだ抽象度が高い形になっている中で、好事例のような形で出している本当に先進的な取組をされている企業さ

んはこういう形で大々的に取り上げることもできると思うんですけども、やっぱりまだまだ上場企業の中でも開示が一様であるとか、その取組についていけてないと、そういうところが大半だと思っております。そういう意味で行動変容を促すというのは短期的にできることではないと思います。冒頭、柳川先生からステップバイステップというようなお話がありまして、そういう形で今後開示項目なり、企業の行動変容を促すためのあり方についてもどんどん進展させていく必要があるのかなというふうに思ったんです。そのあたりの議論は今後継続的に国際的な動向を見ながら実施していくと、そういう理解をしておけばよろしいでしょうか。

○倉持 ありがとうございます。おっしゃるとおりで、今強制的な開示項目として求めているものは限定的です。では、これを今後どのように考えていくのかというところですが、おっしゃっていただいたとおり国際的な基準設定主体で人的資本開示の基準に関する議論が始まる可能性がありますので、ここを見据えて対応していくことが現時点で私たちが考えていることです。より多くの定量的な強制開示項目を加えるべきという御意見をいただくこともあります、形式的な開示になってしまっても意味がないかと思えます。ですから、やはり少し時間がかかるのは、これは致し方ないところなのかもしれません。

本当に意味のある人的資本開示を実現するという意味では、いろいろな企業がいろいろな取組をされていらっしゃるって、本当の意味で経営を変えていく、人的資本経営に取り組まれている企業のお話も伺います。様々な企業でいろいろと創意工夫をしていただき、それを金融庁でも好事例として紹介しつつ、よりよい開示を実現する。そういう中で、国際基準の議論も進みますので、意味のある人的資本開示に関して国内の好事例なども参考に国際的な意見発信も行い、より比較可能で意味のある人的資本開示につなげることができるよう動いていくことが理想的なのかもしれません。貴重な御意見、本当にありがとうございます。

○有吉 大変分かりやすい御説明をありがとうございました。今、金澤先生がおっしゃったことに関連する感想と、あと2点コメントさせていただきたいと思えます。

柳川先生のお話にありましたとおり、まず企業が自分の状況を、特に人的資本について把握するということがとても大事であり、ただ、それができてないということで、なるほどと思っていた中、お三方の御報告の中で、制度的あるいは基準的に人的資本としての開示のあり方を示しつつ、それを投資家が評価して、今度は企業側に還元されていく。こういう形になっていることが、特に好事例となる具体的な例などを拝見してとてもよく分かりました。

そこで、ちょっとひねくれた質問を2つさせていただきたいと思えます。1点目は小出先生なども御質問されていた虚偽記載の関連の質問です。倉持さんが人的資本という考え方自体がそもそも定まっていないということを度々お話しされていたと思えますし、それから、今回の

開示規制の内容も柔軟性を持った形にしているというお話があり、そのことは行為規範として企業がどう記述すべきかという局面においては、とても使いやすいルールになっている面があると思います。ただ、開示規制である以上、評価規範の側面もあるはずで、そこで虚偽記載の問題が出てくると思うのです。虚偽記載というよりは、どちらかという重要な事実の不記載のほうという気がするのですけれども、非財務情報であっても、有価証券報告書の記載事項ですので、事後的に報告書の内容を見た中で、人的資本の、特に方針的なものであるとか、目標的なものであるとか、本来書くべきものが欠けているのではないかという方向での責任をどういった場合に問うべきなのか。あるいは、そういった責任は問う必要はないということなのか。このあたり、人的資本について柔軟な書き方を認めているがゆえの、特に不記載についての責任ということについてどう捉えたらよいのかについてお考えを聞きたいというのが1点目でございます。

2点目は本当にひねくれた質問でございまして、今日のテーマは人的資本ということで、シングルマテリアリティを前提にしても重要であるということは重々承知しており、さらに環境とか、生物多様性とか、人権とか、これもシングルマテリアリティの世界の下でもとても重要な情報であるということは承知した上で申し上げるのですが、今回は人的資本であり、他にも環境の開示だったり、開示書類の記載事項がどんどん増えていくわけです。また、そういった事項の基準も次から次に出てくるわけですし、このことは開示しなければならない情報が増える、書かなければならない分量が増えるということで、企業側にとって単純に負担になるということもあると思いますし、もしくは投資家や市場関係者にとっては読むものが増えるという単純な負担がある。こういう直截的な問題もあるにはあると思うのですけれども、それ以上に、全体の量が増えれば、相対的にはそれぞれの情報の重要性が下がっていくという関係にあると思いますので、情報が増えることによって本当に肝心な情報がぼやけてしまうということにならないかが気になっています。

したがって、今後、書くべきこと、開示すべきことが一方的に増えていくという方向で、果たして制度や基準という観点からそれでよいのかということと、一方で、投資家の方々が実際に企業を評価される中で、どんどん情報は出してくれということなのか。むしろどこかでは整理統合なのか、取捨選択なのか、分からないのですが、何でもかんでもただ情報が増える方向ではなくて、望ましい情報の開示の仕方、投資家としての情報のもらい方というものがあるというふうにお考えなのか。そのあたり両面のお考えをお聞きしたいと思いました。よろしくお願いたします。

○倉持 ありがとうございます。まず1点目、虚偽記載に関連する質問ですけれども、これは難しい御質問で、金融庁でもここはよく考えていかなければいけない部分で、端的に申し上げ

ますと、現時点で確定的なことは申し上げにくいという部分がございます。

ただ、少なくとも現時点では、企業の創意工夫を促して、できるだけよりよい開示をより多くの企業に出していただくというところにフォーカスを当てています。

それから、2点目の開示の記載事項がどんどん増えていく。負担が増えていくと。それは作成者サイドもそうですし、利用者サイドもそうですけれども、これが本当にいいのかどうかというところなんです。難しいですが、幾つかコメントさせていただきますと、まずマテリアリティの判断というところで、企業にとって重要な情報は開示していただくわけですが、逆に重要ではないものの企業としてアピールしたいことをたくさん書いて、重要なものが隠されてしまうことになる、それはそれで問題です。この辺りの考え方はISSB基準にもありますので、メッセージは出していくのだと思います。

このマテリアリティ判断があった上でも情報開示量は増えていくことになると思われませんが、利用者の方々のお話をお伺いしますと、今後は紙でのレポートではなくて、デジタルレポートになっていくため、情報が多い分には、それは問題にならないと、特に海外の投資家の方とお話ししていると、そういうご意見をお持ちの方々もいらっしゃいます。先ほどAIのお話なども出ていましたけれども、そういったものを使ったり、また、プラットフォーム上でXBRL開示などを活用し、本当に必要な情報だけを拾い上げて比較することを考えると、情報はどちらかというとも多いほうがいいとおっしゃる方もいらっしゃいます。

ただ、どんどん情報開示量が増えていく中で企業の開示負担が増加し、レポートが終わらなくなってしまう状況は避けなければいけませんので、よく考えるべき課題なのだと思います。どうもありがとうございます。

○丸山 投資家サイドとしては、基本的に情報は多い方がいいと思っています。今のお話と同じで、いわゆるAIなのか、テクノロジーなのか、そういったものも駆使して、その情報が何を意味しているのかというのを見極められるのか、見極められないのかで、投資家としての能力が問われる時代に入ってきたと思っております。別の観点から申し上げますと、今までと同じようなやり方だと、運用会社としての経営は成り立たなくなってくると考えています。人が多くいないと分析できませんとか、アナリストが今まで10人で業務遂行していたのが20人ぐらい必要だと言ったところで、情報開示に伴って運用報酬が増えるということは当然ないわけでありまして、このような状況下、運用会社の能力がますます重要になってくると考えております。

○森 1点だけ、マテリアリティの件でコメントさせていただくと、おっしゃるとおり不実記載よりも不記載のほうが、このサステナビリティの話って問題になるんですね。つまり、重要な情報が報告されないというリスクが一番怖いわけです。基準設定の議論もそこがある意味コアで進んできて、だからこそマテリアリティというのが、サステナビリティ報告であり、統合

報告であり、中心的な論題となってきたんですけれども、今のところの結論というか、大きなアプローチとしては、会社側にしっかりとどういうプロセスで、誰に何を聞いてマテリアリティを判断したのか。そして、なぜこれをマテリアルと判断したのかということをしかりと説明させようと。そういうアプローチでまずはマテリアリティを担保する。マテリアリティに関する適切な判断というのを担保しようというのが、今のところの結論なんだろうなと思っています。

では、そのときに誰が最終的にリスポンシビリティを帯びるかといったら、やっぱりボード、取締役会であり、監査委員会がそこに対してしっかりと担保するし、その前提となるプロセスとしては、ステークホルダーからのフィードバック等をしかりと得た上で、その会社のステークホルダーがどこに関心を持っているのか、何に問題意識を持っているのかということ、会社側としてしっかりと理解をした上で、日本の制度の場合には投資家の視点から見て、これが重要かどうかを判断して開示をする。そういう形になると思いますが、日本の場合、そのプロセスのところをしかり担保しようというところについての議論は、正直そこまで進んでないかなと思っています。グローバルに見て先進的に取り組まれている日本の企業さんはそういった議論はされていますけれども、まだそこはちょっと弱いかなと思っています。

もう一つ、情報が覆い隠されてしまう問題というのは、特にイギリスで2017年ぐらいにかなり議論をして、カッティングクラッターという政策を取ったんですね。それはアニュアルレポートの中に開示される情報が膨大になりすぎるので、クラッター、ごみをカットしていくことを通じて、結果として重要な情報にフォーカスされたレポートを実現しようと。先ほど来お話があった、デジタル開示を通じて解決されるということもありつつも、一方で、彼らは戦略報告書、ストラテジックレポートという、かなり重要な情報にフォーカスした、戦略にフォーカスをした報告というのを、ある意味ストーリーとして読める媒体というのを1個つくり上げ、そこをダイレクターズレポートとか、コーポレートガバナンス・ステートメントという詳細な情報によって補完するという、報告の体系化を進めたんですね。それによって、重要な情報と重要なだけけれどもコア情報ではない情報というところの、ある意味色分けをすることで、情報の利用可能性とか、利便性を高めるという政策を取っている。これが今回さらに情報が増えていく中で、彼らも報告の枠組みをどうしていくかということも議論している最中ですが、いずれにしても、情報の媒体、体系をどうしていくかということとマテリアリティの問題とをやはりしっかりと議論して進めていく必要が基準側でもあるのかなと思っています。以上です。

○松尾 本日、日本取引所グループから参加しております松尾と申します。人的資本の開示で、

賃金ってどういうふうに扱われるのかなというのがあります。それはこの前、とある中央銀行の局長さんが、若手がビズリーチに登録して、自分のマーケットバリューを見て、比較して辞めていくと。政府の賃金をどんどん上げていくという話もありますけれども、先ほどの話で、有能な人は結局終身雇用で全然こだわってなくて、労働市場は事実上かなり流動化して、かつ相応の賃金を出さないと人材は止められないと。冒頭の柳川先生ではないですけども、モチベーションもそうですけれども、インセンティブがきちんとして、報酬が払われていないと、労働市場は流動化しているので、そういう意味では賃金というものも重要なファクターなんだろうと。

人材をとどめておくという点では重要なんですけども、人的資本の開示の中で賃金ってどんなふうに扱われるのか。出す企業の側からすると、賃金の体系とか、どの人にどういうふうに出しますなんて絶対出たくないと思うんですけども、開示の中で賃金というものをどんなふうに出していくのか。本当は人材を正しくとどめ置いて、評価して伸ばしていく重要なファクターなんですけれども、出しにくいという点で、賃金とか報酬ってどんなふうに出していくべきなのか。もしかすると森先生が世界の先端を御存じかもしれませんが、金融庁様でも何かコメントがあれば。よろしくお願いいたします。

○森 御質問いただきましてありがとうございます。倉持さんはもういらっしゃらないので私のほうでコメントさせていただければと思うんですが、報酬に関する開示というのは、御存じのとおり役員報酬のほうは、どういうインセンティブ構造になっていて、それが会社の戦略なり、ビジネスモデルとどう整合しているかということの説明は、かなり重視されて開示されているのだろうというふうに思います。従業員に関しては、賃金体系とか、そういったところまでの開示要請というのはあまりなくて、男女の賃金差の問題は開示対象ですし、あとは動機づけ、インセンティブですね。会社の中での従業員の動機づけをどう実現していくのだろうかという観点での、その方針に対してどういう報酬方針を持っているかということの開示をしている例はあると思うんですが、ここについては詳細な開示要請は今のところないのかなというふうに思っております。

○安田 幾つか私の専門に近いところから、ちょっと抽象的になるかもしれないですけどもコメントさせていただきます。まずは冒頭の柳川先生がおっしゃっていた、人と物との違いで、人にはモチベーションがあったりとか、自発的に辞めてしまうということがありました。最初は人的資本とか、人的資本経営と聞いたときに、経済学や、特に情報の経済学となぞらえて、何がはまりそうかとパッと思い浮かぶのは、やっぱりタイプなんです。生産性とか、ジェンダーであるとか、そういった属性ですね。タイプの高い労働者のほうが、同じ労働強度で働いた

ら生産性も高いだろうみたいな、そういうイメージですね。タイプだけで、もちろん人的資本がどれぐらい生かしているかというのは全部把握できなくて、次に重要なのは、どれぐらい努力をするか。エフォートを個々の労働者がつぎ込んでくれるかと。労働強度みたいなものですね。タイプと労働強度と、あとは複数の従業員を雇っている組織が大半だとすると、彼らをどう組織の中でうまくマッチングさせているか。同じ人材のプールでも、部署等の配属を変えると生産性は変わるかもしれません。

なので、その3つですね。タイプと努力、ないしは労働強度みたいなもの、そして組み合わせというふうに要素分解をして、それぞれが生産性にはつながると思うんですけども、そういった視点で、どのファクターが今言った3要素に関連しているのかということ意識していくと、今後、人的資本に関する情報が開示されたときに、それをより、例えば投資家目線で言うパフォーマンスにつなげやすくなるのではないかなと感じました。

もう1点、開示について様々な議論がありました。1つ、ストラテジック・インフォメーション・ディスクロージャー、戦略的情報開示と言われる一連の研究がありまして、僕の大先輩でもある東大にいた奥野先生とか、鈴木さんとかはいい仕事をされているのですが、これは何かと言うと、こと情報開示と言うと、まず情報開示を義務化するなり、強く促して、どういう項目について開示をしてもらおうかということデザインしたくなるんですけども、ストラテジック・インフォメーション・ディスクロージャーのリタリチャーは、何を開示させるかというのは重要じゃないかもしれないと。では、何が重要かと言うと、これも今日議論に上がりましたが、虚偽がまかり通らないとか、第三者がきちんと検証できると。ベリファイアブルな情報をきちんと出せるかどうか。それさえ担保されていれば、ある意味企業価値を高めたりとか、自分が開示することで有利になる情報を持っている主体というのは、かなり積極的に、コストを払ってでも情報を開示したくなる。

分からないですけども、今ちょうど僕の学生も就職活動中なので、とびきりいい成績を取っているとどの企業も採用してくれるとか、アメリカの大学のGPAみたいな状況だと、GPA4を超えているような人って当然開示するんです。要求されてなくても開示します。4の人が開示しちゃうと、3.8の人も開示したくなってくるんです。なぜかと言うと、開示しないと低いやつらと一緒にたにされちゃうので。そうすると、一番いいパフォーマンスの人は自発的に情報を開示する。2番目の人もコストを払って開示する。というような形で、最終的に、あまりパフォーマンスのよくない人も出さないと、より悪い人たちと一緒にたにされてしまうと。ですから、情報を出すという自発的なインセンティブが出てくるのではないかと。

その際に重要なのは、出した情報が正しい情報だと検証されるかどうかですね。今の段階で、どの情報、どの属性がこういった人的資本経営にとってプラスかということはよく分からない

と。あまり決め打ちで、この情報を出しなさいというふうに言うのではなくて、担保すべきは、虚偽記載が行われなかつたか、検証できるシステムをつくっておいて、最終的に非常に企業価値を高めるようなファクターが出てくれば、それはひょっとするとおのずから企業が開示をしていくのかもしれない。

今日、保田さんのコメントの中で、模範解答のような統合報告書があるのに、なぜまねをしないのだというお話があったんですけれども、恐らくまねをするのにもそれなりにコストがかかると。コンサルタントを雇ったりとか、そもそもそういう情報にアクセスできない上場企業がいる場合もあると思うんですね。でも、ちょっとしたコストを払ってまねすれば大きなリターンがあるという形になれば、積極的にまねをする。それがいいことかどうか分からないのですけれども、出てくるんじゃないか。特に金融庁様の御報告を伺ってきて、開示することに関してはどんどんルールをつくっていくけれども、どの内容について開示させるかは今後詰めていくというスタイルは、今の戦略的情報開示の文脈と関連すると正しい方向性なのかなという感じが何となくいたしました。私からは以上です。

○岩澤 私、今聞いていて、安田先生とほぼ真逆の意見なんです。倉持さんが帰っちゃったんで本当に残念なんですけど、スライド 24 を出していただきたいんです。「投資家・アナリストが期待する主な開示のポイント」と書いてあって、今の安田先生の用語で言うと、ベリファイアブルな情報になるように開示を進めてくださいみたいなことを投資家とか、アナリストが言うという話で、投資家とか、アナリストがこういうことを言うのは分かるんですよ。何を求めているかと言うと、彼らはレポートを書きやすいようにここで要求しているんですよ。これが本質に役立つかと言うと、人的資本とかで言うと、大事なことというのは、例えばエンゲージメントとか、そういう話だと、エンゲージメントの背後にある組織文化みたいな話で、非常にベリファイするのが難しいような話が一番人的資本にとってマターだと思うんです。経営者がそのようなことに目を向けていただいて、それでその企業価値向上に資するという方向になることを我々は求めているんじゃないかと思うんですね。

その意味から言うと、このようなベリファイアブルなことばかり書けというふうに要求するのは、むしろ有害なところがあって、こういうふうにやると、これ、書いちゃったよな、エンゲージメント何点になるように言っちゃったよな、エンゲージメントは何点だと言って、本質的なことを問わないで、また数字合わせばかりやるような。自分の大学が国際認証機関に対してどういうことをやっているかというのを考えるとよく分かるんですけども、そういう数字ゲームばかりやるようになるんですよ。それは我々が求めていることではないと思う。本質論からずれると思うので、こういう開示を求めるということについてはぜひ考え直していただきたいということを、さっき倉持さんがいらっしゃる間に申し上げるべきでした。大変失礼しま

した。

○守屋 司会が充実した御報告と御議論に聞き入ってしまい、タイムキーピングが全くなっておらず、ただでさえ長時間の会議の予定を大幅に超過させてしまい大変恐縮でございますけれども、そろそろ会議室を使用できる時間も迫ってまいりました。最後に小野先生から総括をお願いいたします。

6. 総括

小野 傑 東京大学公共政策大学院客員教授

(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士)

○小野 これだけ深い議論を総括ということは非常に難しいんですけども、まず、基調講演を引き受けていただいた柳川先生、また、報告をご担当いただいた丸山さん、森さん、倉持さん、誠にありがとうございました。また、池田先生におかれては退任された後もこういう貴重な場を設定していただきありがとうございました。これも金融庁における人的資本の賜物と思います。

年末のこの時期に人的資本について熱い議論をしていただき、今年の漢字は「税」でしたけれども、今年のキーワードは人的資本ではないかと感じる大変有意義な時間を過ごせました。

大変おこがましいところもございますが、総括と言うことでAIの力も借りて簡単に皆様の報告をまとめることといたします。まず東大教授の柳川先生の「これからの人的資本経営について」と題する基調報告ですが、人的資本経営において、従来のコスト中心の考え方を転換し、個人の能力を物的資本と同様に評価し、活用する発想、これには人的資本を企業の所有物ではなく、個人のもものとして捉えることが必要として、個人の Well-being の向上のために投資することが企業の収益性向上につながることで、企業としては、個人の投資を支援し、その結果を会社の価値向上に結びつける戦略を持つ必要があり、これには適切な情報開示とコミュニケーションが欠かせず、また、経営者や投資家が人的資本の評価や重要性を理解することが求められるとの趣旨と理解しました。

次に3名の方からの報告、まず資産運用会社に所属される丸山さんからの「投資家からみた人的資本経営について」と題する報告ですが、運用会社は企業価値向上と中長期的な投資リターンの拡大を促進する役割を果たす投資家として、企業の経営戦略サステナビリティ、また事業ポートフォリオの見直しと、人材戦略の連動性や適合性に注目し投資判断の根拠としており、リスクリングや人材戦略は企業ごとに異なるが、それらがしっかりとしている企業は投資家に

とって信頼性が高く、企業価値の向上が期待されるという趣旨であったと理解します。

また国際会計基準に詳しい公認会計士である森さんからの「統合報告とサステナビリティ開示のコンテキストから捉える人的資本開示」と題する詳細で多岐にわたる報告ですが、今日の動きにつながるものとして、2013年にIIRC(国際統合評議会)が提唱した国際統合報告フレームワークにより、企業として、財務情報だけでなく、サステナビリティや多様な資本についても包括的に報告する動きが始まり、日本企業もこの動きに積極的で、統合報告を通じて企業価値を高める意欲が高まり、2020年からは、IFRS財団によりサステナビリティ開示に関して任意開示から制度開示の流れに移行し、これに加えて、ISSB(国際サステナビリティ基準審議会)では人的資本に関する基準設定が進行中であり、経営戦略と情報開示の相互作用が重要視されているという趣旨であったと理解します。

最後に金融庁の倉持さんからの「人的資本に関する開示規制の現状について」と題する報告ですが、2023年3月期から、日本では有価証券報告書にサステナビリティ開示が始まったが、開示内容は企業ごとに異なり、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標の4つの柱が重視され、特に人的資本に関する開示では、女性管理職比率や男性育児休業取得率、賃金格差などが求められ、G7でも人的資本の重要性が強調されるなど国際的な動向も注視されるとの趣旨の報告であったと思います。

また、その後大変活発な議論をいただきました。

ここから私のコメントみたいな話になってしまって恐縮なんですけれども、世界の趨勢が人的資本の開示という方向にあります。一方、特にアメリカとかは企業にとって重要な人だけを大事にし、他はそれほど人を大事にしているのかなと思うところもあります。一方、日本の場合は、文化的、歴史的に、家庭にしろ、学校教育にしろ、企業による社員教育、また社会人教育にしろ、人を育て人を大事にして、そうして育った勤勉で真面目な人々が日本社会全体の底上げをしていると思うところがあり、大きく反対する人はいないのではと思います。人的資本開示について、世界の趨勢に乗って制度論を進めるのは仕方ないとしても、気候変動等のこれまでの議論とは違って、人的資本については、日本から積極的にメッセージを送る良い機会なのかなと感じます。比較可能性というような議論、女性がどうのというのは、それはそれで開示すればよいと思いますけれども、より本質的な人的資本の議論、「新しい資本主義」の議論に結びつくような人的資本の議論を自ら世界に発信するような方向も必要と感じるところがあります。

大崎さんの上場企業だけでいいんですかという議論はありましたけれども、中小企業で働いていて、その中小企業の価値向上のため一生懸命勉強しろと言われても、面白くもないこともあるかもしれません。たまたまそこに就職しただけであって。ですから、ある意味、企業とい

う単位を越えて、もっと幅広く人が成長するような土壌をつくるような議論というのにも必要と感ずます。ある企業の企業価値向上のため人を育てるという狭い世界に留まらず、企業は人を大事に育て、そして育った人材が日本社会全体の底上げに繋がり、ひいては当該企業の企業価値向上にも資するというような議論です。

ですから、先ほどの安田さんと岩澤さんの議論も議論の前提は違っていても対立するものではなく、人的資本向上のためきれいごとではなくベリファイアブルも大事であり、一方、それだけの議論に留まらないという趣旨と理解します。私が思うのは、会社という単位、社会という単位、地域という単位もそうかもしれませんし、金融庁における局長と部下かもしれませんけれども、また家庭かもしれませんけれども、人の関係において、いかに人を育てるかというのを、昔の日本は良かったと語るのはいけないかもしれませんけれども、ややPL重視の社会の中で、忘れられているかもしれないというものを、もう一度目覚めさせようという大きな流れの中で人的資本の議論を捉えることも必要であると思います。少子化社会において、人を大事にしなければいけないし、開示だけで全て可能とは思いませんけれども、開示の基準を引っ張って行く方向に持っていければと思います。

まとめにはなりませんけれども、ぜひ日本社会全体が人々にとって元気で、住みやすい、居心地のよい幸せな社会になるようにと思います。皆さんの職場における上下関係においても、学者の方でもお弟子さんとの関係とか、法律事務所で若い弁護士が辞めていくということですが、もうちょっとパートナーが優しくしたらいいんじゃないかと思うところもありますし。ということで、締めにもなりませんけれども、どうもありがとうございました。(拍手)

○守屋 小野先生、ありがとうございました。それではこれを持ちまして、「第9回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」を閉会させていただきます。皆様、大変お忙しい時期にお集まりいただき、また長時間にわたり、ありがとうございました。

以 上