人的資本と企業価値

―グローバル市場におけるディスクロージャーの進展―

経営管理研究科 教授
上田 亮子

【要約】

企業、投資家、個人、行政等の社会経済全体でサステナビリティの重要性が認識され、世界の主要市場においては、人的資本についての開示の強化が進められている。そこでは、将来の企業の持続性と企業価値に影響を与える重要な要素としての認識が共有されている。

このような観点から、本稿では、人的資本と企業文化を巡るグローバル市場の動向について、コーポレート・ガバナンスの重要な要素である企業価値とディスクロージャーの観点から考察したい。

【キーワード】

ダイバーシティ、人的資本、企業経営、ディスクロージャー、ガバナンス、グローバル市場、サステナビリティ

【目次】

1．はじめに
2．米国における人的資本を巡る動き
3．英国における人的資本を巡る動き
4．日本における人的資本を巡る動き
5．おわりに

1．はじめに

近年、社会経済全体でサステナビリティの重要性が共有されている。とくに人的資本については、新型コロナウイルス感染症のパンデミックを経てその重要性が再認識された。社会基盤でありコミュニティの主体である人材に対する配慮が求められるようになり、各国で人的資本に関する政策が策定され、実行されている。企業活動や投資活動においても、人的資本の経営戦略への

組み込み、投資判断における考慮が進められている。企業と投資家の対話の基礎となるディスクロージャーの分野においても、人的資本開示の強化が進められており、将来の企業の持続性と企業価値に影響を与える重要な要素としての認識が共有されている。

岸田政権が推進する経済政策「新しい資本主義」においては、成長の分配の好循環を目指すものであると主張されている[1]。そこでは、成長により企業収益や歳入の増加といった分配原資を稼ぎ出すことを通じて分配が可能になるとともに、分配により消費や投資等の需要が増加し、成長力が強化されることで将来の成長につながり、成長と分配がともに循環的に伸びることを通じた経済成長が目指されている。分配戦略の一つには、民間部門における対応として、人的資本への投資が柱に据えられている。人材の問題を、「管理する対象としての人的資産」や「費用としての従業員等への支出」ではなく、「将来の成長につながるための投資」としてとらえるとの考え方である。このような観点から、サステナビリティに代表される非財務情報の充実が期待され、特に人的資本については、「新しい資本主義」における分配戦略のために必要な要素として、重点が置かれている。2022 年 6 月には「新しい資本主義のグランドデザイン」[2] が公表され、その具体的な実行計画の内容と工程表に従って、関連省庁において政策が推進されている。

このような観点から、本稿では、人的資本と企業文化を巡るグローバル市場の動向について、コーポレート・ガバナンスの重要な要素である企業価値とディスクロージャーの観点から考察したい。

2. 米国における人的資本を巡る動き

人的資本は、中長期のサステナブルな企業価値を創出する源泉であるとして、各国において重要性が高まっている。米国においては、株主第一主義の考え方が強かったが、Business Roundtable による「会社目的」の再定義とともに、従業員を含むステークホルダーへの配慮が述べられ、企業経営者および投資家双方でこのような視点の重視が高まった。そして、民主党政権化において、SEC ルールの見直しが行われ、人的資本についても開示が求められるようになっている。

(1) 米国におけるステークホルダー配慮の動き

米国においては、伝統的に株主第一主義の考え方が強く、株価という指標であらわされる企業価値向上が企業活動の主要な目的であり、コーポレート・ガバナンスの前提とされていた。米国の上場会社においては、企業戦略を率いる強いリーダーシップが求められ、経営者に権限が集中し、経営者報酬の枠組みのなかで比較的短期の収益追求が目指される経営環境にあった。米国

1 首相官邸「成長と分配の好循環のイメージ」(首相官邸ホームページ)、岸田文雄「私が目指す『新しい資本主義』のグランドデザイン」(文藝春秋 2022 年 2 月号) 参照。

2 首相官邸「新しい資本主義の グランドデザイン及び実行計画 ～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」、「新しい資本主義実行計画工程表」、「フォローアップ」(2022 年 6 月 7 日)

におけるコーポレート・ガバナンスの発展は、このような状況を是正するために、取締役会における独立取締役を中心とするモニタリング機能の強化、高額な経営者報酬に対する改善の圧力、株主提案を通じた株主アクティビズムの対応等が見られる。

2010 年代後半以降、英国をはじめとする欧州各国においては、従来のコーポレート・ガバナンスの理論における株主第一主義に修正が加えられ、従業員・顧客・サプライヤー・コミュニティを含む幅広いステークホルダーの利益を考慮するようになった。株価によってあらわされる一定期間の企業価値の変化率ではなく、中長期的な企業価値の向上、サステナブルな会社の成功を目指す動きも強まった。企業活動を通じて企業価値を生みつつ、会社のサステナビリティとともに、社会のサステナビリティに対する考慮も期待されるようになった。投資家サイドも、多くのグローバル投資家が、サステナビリティを考慮した投資活動を行うようになっている。他方では、同時期の米国においてはトランプ共和党政権のもとにおいて、サステナビリティに対する考慮は少なく、投資家も企業も伝統的な株主第一主義に対してこれを積極的に修正する動きは見られなかった。

しかしながら、2020 年 8 月、米国の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルは、「会社の目的に関するステートメント」と題する書簡を公表した（図表 1）。これは、従来の株主第一主義を修正しようとする米国企業の経営者の意欲であるととらえられ、世界的にも、また投資家コミュニティからも驚きをもって歓迎された。

本ステートメントでは、米国における自由主義市場が、質の良い雇用、強くサステナブルな経済、イノベーション、健全な環境や経済的機会を創出しているとして、努力により成長や成功さらには人生の意味や尊厳も得られる社会であるとする。米国企業は、雇用の創出、生活に欠かせない財やサービスの提供等を通じて、米国経済において重要な役割を果たしているとする。このような考え方に基づいて、ビジネス・ラウンドテーブルでは、メンバー各社の理念は尊重しつつも、すべてのステークホルダーに共通の基本的な「会社の目的」に関する 5 つのコミットメントを公表した。各コミットメントは、それぞれ顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティ、そして株主に対する取組みを述べている。そして、すべてのステークホルダーが、会社にとって大変重要であることを認識し、ステークホルダーに対する価値の提供は、会社のみならず、米国社会ひいては米国全体の将来の成功にもつながるとしている。

本ステートメントにおいては、株主を重視しつつも、他のステークホルダーと並べている点で、従来の株主第一主義を発展させるものと考えられる。そして、ステークホルダーにおいては、人的資本を重要な要素の一つとして位置づけ、まずは公正な報酬支給と十分なベネフィットの提供を行うことを確認する。また、従業員や人材という位置づけを超えて、これは人的資本という考え方に通じるものである。

図表 1　ビジネス・ラウンドテーブル「会社の目的に関するステートメント」

- **顧客に対する価値の提供**
  - ➢ 顧客の期待に合致する、あるいは期待を上回るよう主導することにより、米国企業の伝統をさらに進展させます。
- **従業員に対する投資**
  - ➢ これについては、公正な報酬の支給および十分なベネフィットの提供から始めます。変化の激しい世界に適応するための新しい技能を向上させる訓練や教育の支援も含まれます。ダイバーシティとインクルージョン、尊厳と尊重も高めます。
- **サプライヤーの公正かつ倫理的な取扱い**
  - ➢ 規模の大小に関わりなく、取引先企業に対しては、ふさわしいパートナーとして行動するよう取組みます。それは、我々自身のミッションを果たすことにもつながります。
- **企業活動を行っているコミュニティの支援**
  - ➢ コミュニティに帰属する人々を尊重し、企業全体でのサステナブルな事業活動を行うことを通じて環境を保護します。
- **会社の投資、成長、イノベーションを可能とする資本の提供者である株主に対する、長期的な価値の創出**
  - ➢ 透明性と株主とのエンゲージメントに取組むことを約束します。

出所 :Business Roundtable, “Statement on the Purpose of a Corporation”（2019.8.19）より筆者抄訳。

（2）SEC による人的資本に関する開示ルール

米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission; SEC）は、非財務情報の開示に関する規則を改正し、2020年11月から適用されている[3]。そこでは、人的資本に関するディスクロージャーの義務付けが新設された。改正後の規則においては、会社の事業を理解するために重要な範囲で、人的資本・人的資源についての情報開示を求めている。そこでは、プリンシプルベース・アプローチに基づいて、重要性（マテリアリティ）の観点から、会社が必要と考える情報を開示することが期待される（図表 2）。

伝統的に、米国のディスクロージャー規制はルールベース・アプローチが採用されていたが、サステナビリティを含む非財務情報の開示については、プリンシプルベース・アプローチが採用されている。人的資本の管理に関する開示に含まれる指標や目標については、時間の経過や企業の事業展開地域、基本的な事業戦略等によって大きく変化する可能性があることを踏まえ、詳細な規定を盛り込まないこととしていると説明される[4]。

3　SEC, “Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105”（2020）

4　金融庁「第 3 回　金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料 1」（2021 年 10 月 29 日）参照。

図表 2　米国 SEC による人的資本の開示

Regulation S-K Item 101（c）
・プリンシプルベース・アプローチについて明記 ・当該企業の事業について理解するために重要（マテリアル）な範囲において、人的資本・人的資源に関する開示が求められる ・人的資本・人的資源には、①人的資本についての説明（従業員の人数等）、②会社が事業を運営する上で重視する人的資本の取組みや目標（会社の事業が労働力の性質に応じて、人材の開発、誘致、維持に対応するための取組みや目標等）などが含まれる

出所 :SEC, “Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105”（2020）、金融庁「第 3 回　金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料 1」（2021 年 10 月 29 日）参照。

3. 英国における人的資本を巡る動き

（1）英国における人材重視の動き

企英国においては､欧州連合からの離脱問題（いわゆる Brexit）による社会分断等を背景として、企業文化の醸成と定着、労働者（workforce）の重要性が再認識され、コーポレートガバナンス・コードにおいても人材を含むステークホルダーに対する配慮を明記している。これを受けて、英国財務報告評議会（Financial Reporting Council; FRC）では人的資本についての開示ルールが整備され、気候変動に関する TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）を参考にした同様の枠組みでのディスクロージャーが求められるようになった。

英国会社法の定めでは、会社が考慮すべきステークホルダーとして、「従業員」（employee）という表現を採用している（2006 年英国会社法 172 条（1）項（a）号）（図表 3）。同条は、会社の成功を促進すべき義務として、ステークホルダーへの配慮を明確にするものである。従来は啓蒙的な内容を定めるとの理解にとどまり、具体的な行動や開示などを義務付けるものとしては位置づけられていなかった。それが、近年のサステナビリティの重要性の向上を踏まえて、会社法の文言の改正は行われないものの、年次報告書における情報開示の強化を通じて法的拘束力を高め、ステークホルダーに対する考慮義務の実効性の向上が目指されている。

図表 3　ステークホルダーに対する配慮義務（2006 年 英国会社法 172 条）

172 条　会社の成功を促進すべき義務

（1）の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために当該会社の成功を促進する可能性がもっとも大きいであろうと誠実に考えるところに従って行為しなければならず、かつ、そのように行為するに当たり（とくに）以下の各号に掲げる事項を考慮しなければならない。

（a）一切の意思決定により、長期的に生じる可能性のある結果

（b）当該会社の従業員の利益

（c）サプライヤー、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要性

（d）当該会社の事業のもたらす地域社会および環境への影響

（e）当該会社がその事業活動の水準の高さにかかる評判を維持することの有用性

（f）当該会社の社員相互間の取扱いにおいて公平に行為する必要性

出所：イギリス会社法制研究会編「イギリス会社法―解説と条文」成文堂（2017 年）参照。

2018 年改訂の英国コーポレートガバナンス・コードでは、2006 年英国会社法 172 条の規定をより洗練させ、会社に対して、労働者（workforce）の意見を考慮することを求めている。取締役会や経営陣による意思決定とともに、企業文化、企業戦略および企業価値の有様は、会社に対して労務を提供するすべての者に対して影響を与える。

会社の持続的な企業価値の向上と長期的な成功のためには、その業務執行ラインに組み込まれているすべての者の協力が必要であり、会社および取締役会はこれらの者の利益を考慮するとともに、従業員の意見を吸い上げるプロセスや体制の構築が求められる。複雑化した企業組織においては、フルタイムの正社員のみならずパートタイマー、派遣労働者や契約社員等の様々な契約形態の労働者が存在する。このような背景から、英国コーポレートガバナンス・コードにおいては、現代の企業活動における会社と労務提供者の間の関係をとらえるために、単なる労務提供者（worker）を超えて人材としての側面も含めた「労働者」（workforce）という表現が注意深く選定された。この労働者（workforce）には、正社員のみならず派遣労働者や契約社員等の会社に対して労務を提供するあらゆる形態の労働者が含まれている。

（2）人的資本と企業文化の再確認

世界に先駆けてコーポレート・ガバナンス改革に取組んできた英国では、改革の端緒となった 1992 年のキャドバリー報告書[5] 以降、コーポレート・ガバナンスにおける株主主権が貫かれてきた。ところが、2000 年代に入り、2006 年英国会社法の改正を経て、その後のリーマンショックを契機とする金融危機からの回復において中長期的な企業価値追求の重要性が再認識されると

5　Cadbury Committee, “Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance” (1992).

ともに、Brexit の背景として英国社会の経済的な分断が露呈するようになった。そのため、株主利益を重視する立場を超えて、より広範なステークホルダーの利益も考慮して、中長期的でサステナブルな企業価値向上の重要性に対する意識が高まった。この考え方は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックを通じて、さらに社会全体で共有されるようになった。

英国においては、2010 年代に入りサステナビリティやステークホルダーに対する考慮の重要性が認識されるようになり、コーポレート・ガバナンスにおいて「企業文化」についての議論が盛んに行われるようになった。この議論は、英国以外の欧州をはじめとする諸外国へも波及し、サステナビリティに関するエンゲージメントに注力するグローバル投資家にも共有されるようになってきた。そこでは、長期的な企業の繁栄および持続的な成長のために、コーポレート・ガバナンスだけではなく、企業文化の醸成が必要であると主張される。

このように、英国においては、コーポレート・ガバナンス強化、およびステークホルダーの考慮と企業文化の定着は、表裏一体の問題として議論されている。英国における企業文化とは、サステナブルな企業価値の観点からコーポレート・ガバナンスを強化するためのツールの一つとして認識されている。すなわち、コードや法規則などを含むルールをどれだけ強化しても、企業不祥事が生じるリスクを完全には排除できないという懸念に基づいて、労働者から経営者に至る業務執行ラインにおける企業文化を構築、定着させることにより、会社の目的や価値を意識した業務運営を目指すという考え方である。これは、労働者の形態が従来のフルタイムの正社員だけではなく、派遣労働者や契約社員など複雑化した結果、勤務先に対する忠誠心や帰属意識に依存するだけでは十分ではなくなったことも背景にある。また、英国においては一部の会社を除いて、企業文化を意識した経営を行っている会社が少なく、政府レベルで率先した取組みと啓蒙が必要であるとされる。

このような背景から、FRC は、2016 年 6 月に公表した報告書「企業文化と取締役会の役割」（“Corporate culture and the role of boards”）（以下、企業文化報告書）[6] を取りまとめ、その成果が 2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂で採用された。コード改訂案では、長期的な持続可能性を達成するために、取締役会が企業文化およびステークホルダーの利益を考慮するべきであることを明確にしている。なかでも健全な企業文化を構築するためには、労働者の技能と能力がそこに反映されることが重要であるとする。

FRC の企業文化報告書によれば、企業文化とは、事業活動を行ううえで、あるいはステークホルダー（株主、従業員、顧客、サプライヤー、その他会社の活動によって影響を受ける社会や環境）との関係において、会社の価値、態度、行動を定義づけるものであると定義づけられる [7]。健全な企業文化は、価値を保全するだけではなく、価値の創出にもつながる。したがって、経営上の危機が発生するときまで待つのではなく、平常時から企業文化について継続的に焦点を当てることがより重要である。とくに、経営上の課題が生じて会社に圧力がかかる環境下での不適切な行動

6　FRC,“Corporate culture and the role of the board”（2016.6）.

7　See ibid.

は、その状況をより悪化させることにもつながる。これに対して、強い企業文化があれば、重圧下でも会社は持ちこたえることができ、影響を低減することもできる。このように、健全な企業文化の構築は、実効的なリスク管理と業績の回復力を維持するために、不可欠な要素であるとする。

このように、会社は単独では存続できず、会社の繁栄のためには、幅広いステークホルダーとの関係を適切に構築し、維持する必要があるとされる。適切な企業文化のもとで構築される会社とステークホルダーとの関係が、尊敬、信頼および相互利益に基づく場合には、両者の協調関係は長期的に継続され、企業価値にもつながる。他方で、企業不祥事等で顕在化する企業文化の構築の失敗は、事業上のレピュテーションを傷つけ、株主価値に甚大な影響を与える。企業文化報告書によれば、知的財産権、顧客基盤およびブランドなどの無形資産は、40 年前は企業価値の 20% 未満であったが、2015 年には 80% を超えているとする[8]。そのため、レピュテーション上の危機が生じた場合には、企業価値全体に与える影響が大きく膨らむことになる。

このような観点からは、英国においては、健全な企業文化を支えるためには、強力なガバナンスの確立が必要との考え方に立脚する。取締役会の職務には、企業文化のように会社の行動に影響を与える要素を理解し、影響を分析し、監督することも含まれていると考えらえる。また、会社は企業価値やステークホルダーとの関係性について公開性と透明性をもって説明責任を果たし、株主のみならずステークホルダーとも建設的に対話を行うことが求められる。

(3) 英国コーポレートガバナンス・コードにおける人材重視の強化

日本において企業文化とは、各企業の成り立ち、歴史を踏まえて自発的に生じるものであり、制度的枠組みで規律するものではないと認識されている。ところが、英国では、政府レベルにおいて、会社法およびコーポレートガバナンス・コードに関して、ステークホルダーの考慮と企業文化の定着をスコープに含めた改革が進められた。このような点も、日本と英国をはじめとする諸外国において、企業文化に対するアプローチが異なる特徴のひとつである。

FRC の企業文化報告書に続いて、2016 年 11 月には英国政府から「コーポレート・ガバナンス改革に関するグリーン・ペーパー」(以下、グリーン・ペーパー)[9]が公表され、これに基づいてコーポレート・ガバナンスがさらなる改革が行われた。

グリーン・ペーパーおよび企業文化報告書によれば、会社は労働者を含む幅広いステークホルダーの意見を考慮する必要があり、これは公衆からの支持も得ているとされる。このような背景から、英国コーポレートガバナンス・コードにおいては、会社がステークホルダーの利益を考慮することは会社自身の中長期的な利益につながるとの考え方に基づいて、取締役会が幅広いステークホルダーの要求や意見を考慮する義務についても言及している。

---

8 See ibid.

9 Department for Business, Energy and Industrial Strategy, “CORPORATE GOVERNANCE REFORM Green Paper”（2016.11）参照。

英国コードでは、ステークホルダーのなかでも労働者（workforce）に対する考慮を明確にしている。そして、労働者～管理職～経営陣という一連の業務執行ラインの流れ全体をとらえて、会社の事業目的や戦略と整合的な形で、企業文化が構築され定着することを目指している。コード原則 E は、取締役会は労働者に関する方針や実務が、企業価値や長期的な成功と一致するようにすべきであるとともに、労働者の側からあらゆる懸念を提起できるようにすべきであると定める。そのうえで、条項 5 は、従業員の意見を会社が取り込むために、グリーン・ペーパーにおいて提案された組織体制に関する 3 つの選択肢 - 労働者から任命された取締役、正式な労働者諮問委員会、労働者問題を専担する非業務執行取締役の任命 - のいずれか一つ以上を採用することを求める。会社とステークホルダーとのエンゲージメント手法は、一つのアプローチがすべての会社に適合するわけではないため、会社が実情に合わせた最善な方法を選択できるようにされている。この労働者の意見を経営に有機的に組み込むためのプロセスや体制整備の要請は、従来ドイツ等の欧州企業においてみられる労働者参加の仕組みに似ているものであり、多くの英国企業にとっては驚きをもって受け止められた。そのため、2018 年改訂直後の 2019 年会計年度にかかる年次報告書によれば、労働者問題を専担する非業務執行取締役を設置する会社がもっとも多いという実態がみられる [10]。ステークホルダーとのエンゲージメントという新しい取組みについて、伝統的なコーポレート・ガバナンス体制に組み込みやすい方法が採用されたものと考えられる。

（4）人的資本に関する開示の高度化

FRC は、2020 年 1 月、人的資本の開示に関する報告書「人材に関する会社報告」を公表した [11]。同報告書においては、投資家に対するディスクロージャーの高度化という観点から、投資家の求める情報と企業に対して期待されるディスクロージャーのあり方、企業が自ら考えるべき項目について、具体例も示しながら説明が行われている。そこでは、気候変動に関する TCFD の開示を参考にして、「ガバナンスと経営」「ビジネスモデルと戦略」「リスク管理」「指標と目標」という枠組みに基づいて、人的資本について望ましい開示のあり方について示されている（図表 4）。

10　FRC,“Annual Review of the UK Corporate Governance Code”（2020.1）参照。

11　FRC, Financial Reporting LAB,“Workforce-related corporate reporting ”（2020.1）参照。

図表 4　英国 FRC による人的資本の開示

ガバナンスと経営	・取締役会による従業員関連事項の監督、および従業員にどのように関与しているか ・従業員に関する課題の検討や管理における経営者の役割 ・取締役会による従業員関連事項の検討が、戦略的意思決定にどのように影響を与えるか
ビジネスモデルと戦略	・企業が与える従業員の範囲（全従業員数、従業員の構成（サプライチェーンにおける雇用構成（直接 / 契約 / それ以外）を含む） ・企業が戦略的資産として従業員に投資しているかどうか。該当する場合にはどのように投資するか ・従業員がどのように組織の価値を創出するか。当該価値を高める機会があるか ・従業員モデルがビジネスモデルをどのように支えるか ・組織が特定した従業員に関連するリスクと機会が、会社のビジネス、戦略、財務計画にどのように影響を与えるか
リスク管理	・従業員に関連するリスクと機会を特定、評価、管理するための組織のプロセス ・企業にとってもっとも関連性の高い、従業員に関連するリスクと機会 ・ビジネスのどこにリスクと機会が存在し、それらがどのように管理されているか
指標と目標	・指標の特定方法など、従業員の理解にもっとも関連する指標 ・従業員に関連する課題とパフォーマンスの管理に使用される目標など、価値提供のために企業が従業員をどのように動機づけしているか ・従業員による積極的参加がどのように達成されたかなど、経営トップがどのように望ましい文化を推進しているか ・従業員雇用人数、定着率 / 離職率（予定したもの・望まれないものの両方）、労働環境に適用される価値、労働文化のモニタリング指標など ・報酬その他のベネフィットの説明、研修・能力開発、昇進に関する統計データ

出所 :FRC, Financial Reporting LAB, “Workforce-related corporate reporting ”（2020.1）、金融庁「第 3 回　金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料 1」（2021 年 10 月 29 日）参照。

4. 日本における人的資本を巡る動き

（1）コーポレートガバナンス・コードにおける人的資本の重視

グローバルな企業活動・投資活動において、サステナビリティに関する重要性が高まり、日本

企業の経営戦略に与える影響が大きくなるなか、2021 年のコーポレートガバナンス・コードのコード改訂においては、上場会社に対して、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出に向けたステークホルダーとの協働において、経営戦略に応じたサステナビリティに関する課題に対する積極的・能動的な対応を行うことを求めている（コード第 2 章「考え方」）。日本企業を取り巻くバリューチェーンがグローバルに拡大し、複雑化するなかで、企業を取り巻くサステナビリティ問題もより複雑化している。会社に対しては、サステナビリティに対する対応は、リスク管理の対象となるだけではなく、将来の成長機会にもつながる重要な経営課題であるとの認識を高めることが求められる。

このような観点から、上場会社には、サステナビリティについての取組みの開示が求められる。人的資本投資については、知的財産に対する投資とともに、会社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ、分かりやすく具体的な情報の開示・提供を行うべきであるとされる（コード補充原則 3-1 ③）。人的資本や知的財産などの無形資産に関する投資は、中長期的な企業価値に影響を与える投資である一方で、時間軸が長いために KPI の設定や定量的な分析が困難という課題もある。そのため、会社の経営戦略や経営課題といった将来の方向性や事業が置かれている環境を踏まえて、抽象的ではなく具体的かつ分かりやすい説明を行うことが要請されている。

図表 5　コーポレートガバナンス・コードにおける人的資本

【補充原則 3-1 ③】
上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

【補充原則 4-2 ②】
取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。
また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

【原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】
経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

出所：「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 11 日）
注：コーポレートガバナンス・コードは、上位概念から【基本原則】→【原則】→【補充原則】という構成になっている。

(2) 有価証券報告書における開示の高度化

現在、金融庁に設置された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループに（以下、ディスクロージャー WG）おいては、経済社会情勢の変化を踏まえ、投資家の投資判断と建設的な対話に資する企業情報開示のあり方が検討されている。2022 年 6 月、ディスクロージャー WG は報告書を公表し、人的資本を含むサステナビリティについての情報開示の高度化に向けて、制度の整備を進めていくことを打ち出した。[12] 企業開示の目的は、上場企業や投資家を取り巻く経済環境が大きく変化するなかで、資本市場の機能の発揮を通じ、企業価値の向上と収益向上の果実を家計にもたらしていくという好循環を実現するため、①投資家の投資判断に必要な情報を適時に分かりやすく提供するとともに、②企業と投資家との間の建設的な対話を通じて、企業の中長期的な成長を促すことにある [13]。昨今では、事業環境の不確実性が高まるなかで中長期的な企業価値の分析・評価が必要とされることから、非財務情報を含む記述情報の重要性が高まっている。

本ワーキング・グループにおいては、企業を取り巻く経済社会情勢に、①企業経営におけるサステナビリティの重視 、②コロナ後の企業の変革に向けたコーポレート・ガバナンスの議論の進展といった変化があることを踏まえて [14]、特に非財務情報に関する記述情報の開示について、ディスクロージャーの高度化について議論が行われてきた。2021 年に改訂されたコーポレートガバナンス・コード、サステナビリティの企業経営・投資判断における重要性の高まり等を踏まえて、具体的な情報開示について、既存の枠組みの発展、必要に応じた新しい枠組みの設定について、作業が進められている。

ディスクロージャー WG の提案によれば、サステナビリティの重要性が投資判断にも影響を与えるようになった一方で、任意開示のままでは会社による情報開示の質量に差が出てきているという実態を踏まえ、有価証券報告書のなかに新たに【サステナビリティ】に関する独立した欄を設け、気候変動、人的資本等の非財務情報について開示することが求められている。企業や投資家の一部からは、独立した欄を設けることで、従来は経営方針やリスク等の多岐にわたって全社横断的にサステナビリティに取組んできたものが、サステナビリティという枠組みにおいて戦略や事業とは関係なく取組みが行われてしまい、矮小化するのではないかという懸念も持たれている。ところが、現状の開示手法では、統合報告書を公表している会社や、有価証券報告書の【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等 】【事業等のリスク 】において有機的に開示ができている会社を除くと、多くの上場会社においては投資家から見て十分な情報が提供されていないという実態がある。また、サステナビリティが重要になるなかで、任意開示による情報の質と量の格差が、企業価値の評価に影響を与える可能性があるため、独立の開示項目として【サステナビ

12 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）参照。

13 金融庁「第 1 回　金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 資料 1」（2021 年 9 月 2 日）参照。

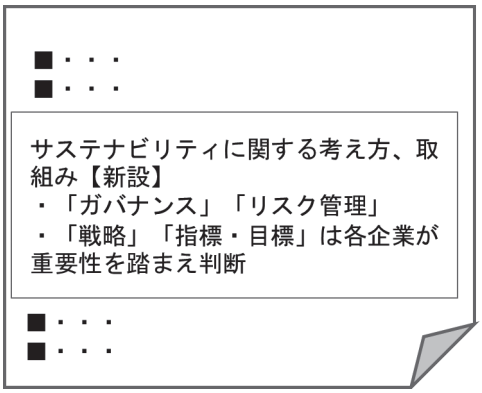
14 前掲注 11 参照。

リティ】についての欄を新設することは望ましいと考えられる。

有価証券報告書における「サステナビリティ」に関する開示項目の見直しについて、金融庁の提示案は図表 6 の通りである。気候変動、人的資本等のサステナビリティに関連する各要素について、TCFD の開示手法である「ガバナンス」「リスク管理」「戦略」「指標・目標」の枠組みを利用して説明を求める方向で、議論が行われている。前述のように、この TCFD の枠組みの応用は、英国 FRC においても同様に行われている。

図表 6　有価証券報告書におけるサステナビリティ開示の方向性

【金融庁の提示案（イメージ）】



出所 : 金融庁・金融審議会ディスクロージャー WG 資料（2021 年 10 月 29 日）参照。

2021 年秋に発足した岸田政権における「新しい資本主義」が目指す「成長と分配の好循環」を実現する手段としても、非財務情報の開示強化が主張されている。従来の非財務情報の内容は、主としてサステナビリティであり、特に気候変動問題が重視されていた。そのため、コーポレートガバナンス・コードにおいても、TCFD や IFRS（国際会計基準）による新たな基準設定主体（ISSB）などが重要な取組み課題として述べられていた。岸田政権による「成長と分配の好循環」のための分配政策として、人的資本の重要性が一層高まったことから、非財務情報開示の分野において人的資本に関する情報開示のあり方についての議論が大きく進展している。

現行の有価証券報告書においては、人的資本の開示については明記されていない。会社が重要性を判断した場合には、【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】において人的資本に対する投資や取組みについて開示されている場合が多い。このように、現状では人的資本については、経営課題という大きな視点における任意の開示としての位置づけであることから、すべての会社が開示しているわけではなく、一部の先進的な会社において開示が行われているに過ぎない状況

である[15]。

人的資本への投資は、将来の企業価値に影響を与える要素であり、すべての会社に共通する課題である。そのため、今後の有価証券報告書における【サステナビリティ】に関する独立した欄の新設を含む開示項目の見直しにおいては、具体的に開示が義務付けられる事項として「気候変動」「人的資本」が含まれる可能性がある。それ以外の項目としては、「生物多様性」等の企業によって重要性が高いと考えられる項目について、重要性の観点からの開示が期待される。

5. おわりに

人的資本の問題は、グローバルな企業活動・投資活動を含むあらゆる社会経済活動において、サステナビリティ要素のなかでも特に重要な要素として認識されるようになっている。従来は、人的資本は、従業員や労働者として重要なステークホルダーとして、会社に対して労務や職能的なスキルを提供するとともに、会社にとっては管理する対象としての資源であり資産（人財）との位置づけであった。従業員等の定義は、会社と雇用契約を締結する労務の提供者という範囲を超えて、企業活動ひいては経済活動を支える戦力としての人材であり、会社の成功や企業価値の向上に直接影響を与える立場にあることを意識したものへと変化している。中長期のサステナブルな企業価値の観点から、従業員等の重要性が高まるとともに、単なる労務の提供者ではなく、会社の企業価値への貢献が期待できる資本類似の存在として位置づけられるようになった。

人的資本としての労働者は、経済社会構造においても重要な構成員であるが、労働形態の複雑化に伴い、様々な労働形態が出現している。また、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い、経済社会構造が変化するなかで、サステナブルな企業活動を維持する観点からも、コーポレート・ガバナンスの一環として取締役会および経営陣は従業員の利益を考慮するとともに、従業員を人的資本として適切な投資と資源の配分を行う必要があることが再認識された。

日本企業においては、伝統的に従業員を当然に存在する会社の構成要素としてとらえ、新卒一括採用および年功序列制度の下で人的構成やマネジメント体制を設計してきた。そのため、人的資本について、対外的に重要性（マテリアル）な戦略的資産としての認識することは少なかったと考えられる。そのため、日本企業は海外企業と比べると、人的投資が極めて少ないとも評価されている。投資家や資本市場が求める枠組みでの情報開示が行われない場合には、たとえ社内で研修等を実施していたとしても、人的投資を行わない会社として評価され、中長期の企業価値の評価にも影響を与える可能性がある。そのため、人的投資については、明確化と数値化を進め、分かりやすく具体的に説明を行うことが必要である。

15　金融庁「記述情報の開示の好事例集 2021」（2021 年 12 月 21 日）参照。

【参考文献】

1. 上田亮子「人的資本に関する各国の取組みとディスクロージャー」資本市場アップデート第 5 号（2022 年）
2. 上田亮子「ディスクロージャーの高度化～激変する環境においてサステナブルな価値を共有するために～」月刊資本市場 2022 年 5 月号
3. 岸田文雄「私が目指す『新しい資本主義』のグランドデザイン」（文藝春秋 2022 年 2 月号）
4. 金融庁「記述情報の開示の好事例集 2021」（2021 年 12 月 21 日）
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 13 日）
6. 首相官邸「新しい資本主義の グランドデザイン及び実行計画 ～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」（2022 年 6 月 7 日）
7. 同「新しい資本主義実行計画工程表」（2022 年 6 月 7 日）
8. 同「フォローアップ工程表」（2022 年 6 月 7 日）
9. Cadbury Committee, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance（1992）
10. Department for Business, Energy and Industrial Strategy, “Corporate Governance Reform Green Paper”（2016）
11. Financial Reporting Counsil, “Corporate culture and the role of the board”（2016）
12. 同 , “Annual Review of the UK Corporate Governance Code”（2020）
13. 同 , Financial Reporting LAB, “Workforce-related corporate reporting”（2020）
14. Securities and Exchange Commission, “Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105”（2020）