

2021年10月27日 全6頁

人的資本・健康経営シリーズ②

ESG 投資において注目される人的資本

企業に人的資本関連情報の開示拡充を求める動きが強まる

金融調査部 SDGs コンサルティング室 主任研究員 太田珠美

[要約]

- 人的資本は ESG 投資の判断要素の 1 つであり、ESG 投資の拡大とともに、機関投資家の関心が高まっている。既に欧米では上場企業などに投資判断に必要となる人的資本に関する情報の開示を義務化している。日本においても人的資本に関する情報開示の在り方が議論されている。
- 人的資本に関する情報は、労働慣行や健康・安全、ダイバーシティや教育まで幅広い内容を含む。企業価値にとって重要な人的資本に関する情報は、企業の業務内容や、業務を行う国・地域によって異なる。
- 企業に対し人的資本の開示拡充を求める動きは今後強まるだろう。日本において開示が義務化されるか否かに関わらず、企業は具体的な開示内容について投資家等とエンゲージメントを深め、検討していくことが望ましい。

1. 海外の ESG 投資家が注目する人的資本

近年急速に拡大している ESG 投資だが¹、考慮される ESG 要素は多岐にわたる。特にコーポレートガバナンスや環境（特に気候変動）に関しては既に多くの投資家が投資判断に組み込んでいるが、海外の投資家の間では ESG 要素の S、中でも人的資本に対する関心が高まっている。

米国では複数のアセットオーナーが 2013 年に“Human Capital Management Coalition”というイニシアティブを設立し、投資先企業の人的資本マネジメントが企業業績や株価に与える影響などについて知見を深めるとともに、投資先企業に対し人的資本に関する情報開示を促す活動を行っている²。同イニシアティブは 2017 年、米国証券取引委員会（SEC）に対し、人的資本

¹ ESG 投資の拡大については田中 大介「[サステナブル投資残高の増加は継続](#)」大和総研レポート（2021 年 7 月 27 日）を参照。

² イニシアティブにはカリフォルニア州教職員退職年金基金（CalSTRS）やカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）、ニューヨーク市年金基金、ニューヨーク州年金基金など 35 の機関投資家（資産運用総額 6.6 兆ドル）が参加している（[Human Capital Management Coalition ウェブサイト](#)より（2021 年 10 月 12 日アクセス））。

の開示を強化する規則改正を求める嘆願書を提出した。SEC はこれを受け、2020 年 8 月に Regulation S-K を改正し、上場企業に対し、経営において重視する人的資本の情報開示（人材の確保や育成、採用など）を義務化した。

また、英国を拠点に責任投資を推進している NGO “ShareAction” は機関投資家を構成員とする “Good Work Coalition” と “Workforce Disclosure Initiative” の 2 つのイニシアティブを立ち上げている。前者は投資先企業に対しエンゲージメントを通じて労働環境の改善を働きかけるものであり、35 の機関投資家が加入している³。後者は 53 の機関投資家が加入しており、投資先企業に労働関連の情報開示を促している。

2. 求められる人的資本の情報開示

(1) 米国では 2020 年から開示が義務化

人的資本に対する投資家の関心の高まりとともに、投資先企業に情報開示を求める動きも強まっている。前述の通り、2020 年 8 月に米国証券取引委員会（SEC）は Regulation S-K を改正し、上場企業に人的資本の情報開示を義務化した。ただし、義務化されたとはいえ、開示内容は企業の事業活動や、事業を行っている国・地域によっても異なることから、企業の判断に任されている⁴。

なお、SEC の規則改正にあたり大きな影響を与えた “Human Capital Management Coalition” は、企業の人的資本を、全従業員の集合知、モチベーション、能力、経験と定義しており、経営陣がマネジメントすべき人的資本に関連する事項として、採用、雇用の維持、従業員エンゲージメント、教育、報酬、公正な労働慣行、健康と安全、適切な雇用契約、倫理、望ましい企業文化とダイバーシティなどに代表される従業員マネジメントに関連する企業慣行を幅広く含む、としている。

(2) EU では既に 2018 年から開示が義務化

EU では 2018 年から非財務情報開示指令（NFRD : Non-Financial Reporting Directive）が施行されており、一定以上の規模の会社は、環境や社会に関する情報開示を行う必要がある。NFRD は EU が 2011 年に策定した CSR 戦略に基づくものである。EU は、企業は社会（環境を含む）に与えるインパクトに責任を持つべきであるとし、企業に対し、法律に従うだけでなく、倫理や、社会および環境への配慮、消費者からの信頼、人権に関して懸念される事項などを、ビジネス戦略および企業活動に組み込むことを促している。そのため、NFRD に基づき企業が開示する情報

³ イニシアティブに参加する機関投資家の数はそれぞれ ShareAction ウェブサイトの “[Good Work Coalition](#)” と “[Workforce Disclosure Initiative](#)” による（2021 年 10 月 12 日アクセス）。

⁴ なお、現在米国では “Workforce Investment Disclosure Act of 2021” という法案が上院・下院に提出されており、同法案では労働力の安定性に関する情報、労働力の構成、スキルと能力など 8 項目の開示を義務化することが提示されている。

は、投資家だけでなく、幅広いステークホルダーが利用することを想定している。

EU も法律で具体的な開示項目を定めているわけではなく、企業が重要だと判断するものを開示することになる。ただし、EU は非財務情報開示ガイドライン (Guidelines on non-financial reporting) を公表しており、その中で社会・従業員に関する開示事項の例として、ダイバーシティや労働条件、労働組合との関係、人材の配置や教育など人的資本の管理・開発、職場の健康と安全に関連する事項などを示している。

(3) ISO も人的資本の情報開示ガイドラインを策定

国際標準化機構 (ISO : International Organization for Standardization) も 2018 年に企業による人的資本の情報開示ガイドライン (ISO 30414 : Human resource management – Guidelines for internal and external human capital reporting) を策定・公表している。ガイドラインが取り扱う範囲は、①コンプライアンスと倫理、②費用、③ダイバーシティ、④リーダーシップ、⑤組織文化、⑥健康と安全、ウェルビーイング、⑦生産性、⑧採用、異動や離職、⑨スキルと能力、⑩サクセッション・プラン (企業にとって特に重要なポジションを引き継ぐ人材の育成計画)、⑪労働力の可用性、と多岐にわたる。ISO は拘束力があるものではないが、国際的な組織が策定したガイドラインであることから、GRI や IIRC の国際統合フレームワーク、SASB スタンドアードなどのように、企業が人的資本に関する情報を開示する際のガイドラインとして今後活用が進む可能性がある⁵。

3. 日本の ESG 投資における人的資本の位置付けと情報開示

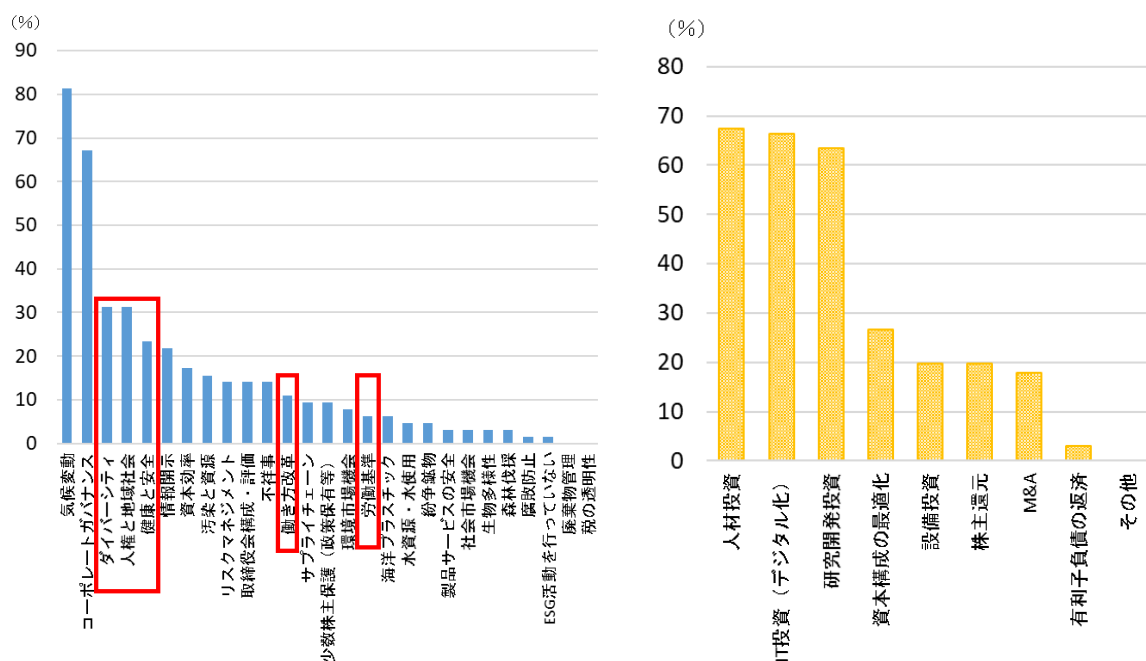
日本には“Human Capital Management Coalition”に代表されるような投資家のイニシアティブは存在しないが、ESG 要素の中で人的資本に対する関心は比較的高い。例えば生命保険協会が実施したアンケート結果によれば、機関投資家の ESG 投融資における主要テーマは、トップが気候変動、次いでコーポレートガバナンス、その後に人的資本に関わるダイバーシティ、人権と地域社会、健康と安全が続いている (図表 1)。また機関投資家が、日本企業が投資・財務戦略において重視すべきと考えるものとして、一番多く挙げたのは人材投資であった。

経済産業省も 2020 年に「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」を設置し、その成果として「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～」を公表している。当該報告書では、企業をとりまく環境が急速に変化の中で、持続的な企業価値向上に向けた経営戦略と人材戦略を連動させることの重要性と、人材戦略の策定・実施において経営陣、取締役、投資家がそれぞれ果たすべき役割が述べられている。当該報告書を受け 2021 年 7 月に設置された「人的資本経営の実現に向けた検討会」では人的資本経営の実

⁵ ESG 情報開示の各種ガイドライン等については藤野大輝・大和敦「[乱立する ESG 情報の開示基準とその現状](#)」大和総研レポート (2021 年 1 月 12 日) および藤野大輝「[ESG 情報の開示基準は統一へ向かうのか](#)」大和総研レポート (2021 年 2 月 5 日) を参照。

現に向けた主要課題について、今後の具体的な対応の方向性や、各ステークホルダーが実施すべき具体的な取組が議論されている。

図表 1 機関投資家の ESG 投融資における主要テーマ（左図）、機関投資家が日本企業の中長期的な投資・財務戦略において重視すべきと考えるもの（右図）



(注) 2020 年度調査の回答で、左図の回答数は 64、赤枠は筆者が人的資本に含まれるテーマだと判断したもの。右図の回答数は 101。

(出所) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート 集計結果一覧（2020 年度版）」より大和総研作成

現状、企業の人的資本に関する情報開示について日本では義務化されていないが、東京証券取引所が 2021 年 6 月に改訂した「コーポレートガバナンス・コード」（CG コード）に以下 2 点が追記された⁶。

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」より一部抜粋

【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。（以下、省略）

【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。

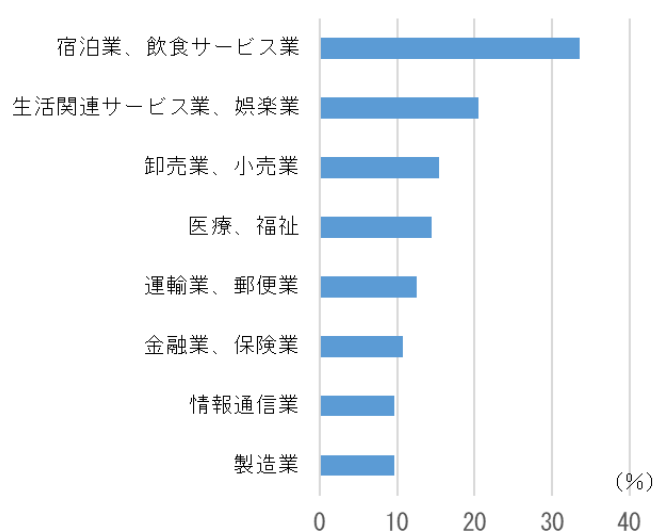
⁶ 人的資本に関しては改訂前の CG コードでも「原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」において、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し、具体的に何を実行するのか株主に説明を行うべきである、という内容は盛り込まれていた。

また、2021年6月には金融担当大臣が、金融庁が設置する金融審議会に対し、企業情報の開示の在り方について検討するよう諮問した。現在ディスクロージャーワーキング・グループが設置され、「サステナビリティに関する開示」と「ガバナンスに関する開示」が主に議論されている。前者については「気候変動対応」と「人的資本への投資」に関する開示の在り方が検討されており、今後「人的資本への投資」について、何らかの情報開示に関する方針が示される可能性がある。

今後、世界的に、投資家が企業の人的資本に着目し、企業側がそれに応じて情報開示を進める動きは加速していくだろう。ただし、人的資本と一言と言っても、労働慣行や人権、健康と安全、ダイバーシティ、教育など関連する情報は多岐にわたる。業種や事業を行う地域によって企業価値に影響する情報は異なるだろう。例えば、離職率は業種によって大きな差がある(図表2)。離職率が高い業種においては、その中で離職率の低い企業の方が企業の労務管理や教育が有効に機能し、有能な人材が働き続けている可能性が高く、投資家からも評価されることが予想される。一方で、離職率が低い業種で離職率の低さをアピールしても、さほど投資家からの評価を高めることにはつながらないだろう。

また、経営戦略に応じた事業ポートフォリオの入替に必要な人材の確保についても、例えばM&Aで非採算部門を切り離し人材も他社に移ってもらう、集中的に投資する部門を他社から買収して人材を確保する、といったやり方もあれば、内部の人事異動や人材育成で対応する、中途採用で確保するなど、様々である。どれが良いかは、国・地域ごとの労働慣行や労働法制によっても異なるだろう。企業がどのような情報を開示すべきか、業務内容や、事業展開を行う国・地域の特性を考慮しつつ、投資家やステークホルダーとのエンゲージメントを通じて検討していくことが望ましい。

図表2 日本における業種別の離職率 (一部抜粋)



(出所) 厚生労働省「2019年(令和元年)雇用動向調査結果の概況」より
大和総研作成

【人的資本・健康経営シリーズ】

- No. 1 溝端 幹雄「企業成長に必要な新しい資産とは？～データ・ブランド等を生み出す人材とそれを活かす組織体制」2021年10月20日
- No. 2 太田 珠美「ESG投資において重要性が高まる人的資本～企業側に人的資本関連情報の開示拡充を求める動きも強まる」2021年10月27日

【大和総研調査季報】

石橋未来・武井聡子「健康経営の『見える化』における3つのポイント」『大和総研調査季報』2021年10月秋季号（Vol.44）、pp.4-21

レポートは弊社ホームページにてご覧頂けます。

URL : <https://www.dir.co.jp/>