

人的資本経営・開示の「要諦」 －経営戦略と人材戦略との連動、実践そして可視化－

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 「新しい資本主義」の重要施策として人的資本投資が取り上げられた。時代の急速な変化に加え、日本では少子高齢化の問題もあり、競争力や企業価値の源泉となる人材を確保するかが企業の大きな課題であり、人的資本の投資に対する注目が高まっている。
2. こうした課題への施策として人的資本経営がある。人的資本経営は、経営理念や存在意義（パーパス）をベースとして、将来ありたい姿と現在の姿とのギャップの把握と解消に向け経営戦略／人事戦略を遂行する。そして、遂行結果に関するステークホルダー（利害関係者）とのエンゲージメントや自己評価を踏まえブラッシュアップした戦略を改めて遂行するという一連の循環である。
3. 従業員の企業への帰属意識やロイヤリティを高めること、そして国が進める「資産運用立国」への支援になることから、人材戦略における施策の一つとして「自社株式保有の奨励」を「金融経済教育」とセットで従業員に提供することは検討に値するであろう。
4. 人的資本経営と人的資本の開示（可視化）はいわば「車の両輪」である。人的資本開示のキーワードは、「法定開示化の進展と任意開示の深化」であり、「規定演技」である「法定開示」をベースに、いかに「自由演技」である「任意開示」の部分で各企業の独自性を出すかが問われる。
5. 人的資本への関心と人的資本の開示議論の高まりは人的資本経営構築の好機である。積極的な情報開示、及び投資家などステークホルダーとの対話（エンゲージメント）を通じて説明し、自社の人的資本経営に対し理解と支持を得ることが非常に重要と考える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「人的資本情報開示の近況－法定開示化の進展と任意開示の深化－」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年夏号。

I 人的資本経営の「要諦」

1. なぜ人的資本が重要視されるようになったのか

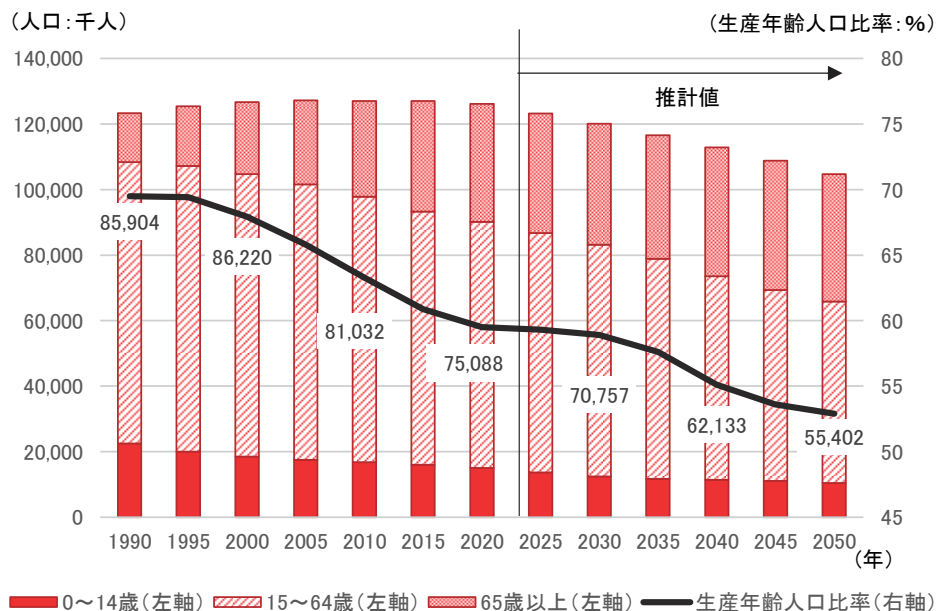
岸田首相（当時）が掲げる「新しい資本主義」における「成長と分配の好循環」に向けた重点施策として「人的資本」が取り上げられて以降、その注目度はますます高まっている。

従来従業員などの「人材」は「資源（人的資源）」と考えられ、人材に投入した資金は人件費といった「費用、コスト」であり、企業会計上もそのように取り扱われ、処理されてきた。また、企業経営上も有形資産が競争力、価値向上の源泉として重視される一方で、人的資源（人材）をいかに用い、管理し、運用するかという観点でとらえられてきた。

しかし、近年企業経営を取り巻く環境は大きな変化を見せている。グローバル化やデジタル化の進展により世の変化スピードが速まる中、変化に柔軟に対応し、競争力、企業価値を持続的に高める源泉は、有形資産を中心としたものから無形資産を中心としたものへと移行している。そうした中、無形資産の要素の一つである人材を「費用」から、価値創造の担い手としての「資本」として捉え、人材へ投入した資金を「投資」と捉える「人的資本」という考えが重視されるようになった。

さらに日本では、少子高齢化の進展という難問に直面している。図表1は日本の人口構成とその推計を年齢別に3区分したものである。

図表1 少子高齢化で生産年齢人口が大きく減少



(注) 2025年以降は『日本の将来推計人口（令和5年推計）』の総数、年齢3区分（0～14歳、15～64歳、65歳以上）別総人口及び年齢構造係数：出生中位（死亡中位）推計による。
 (出所) 総務省統計局『令和2年国勢調査』、及び国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口（令和5年推計）』より野村資本市場研究所作成

これによると、中核的な働き手である 15～64 歳の生産年齢人口は、2020 年の 7,509 万人から 2050 年には 5,540 万人まで減少し、労働供給力は大幅に低下すると考えられる。既に、「新卒一括採用、終身雇用、年功序列型賃金」に代表される日本型の雇用慣行が制度疲労を見せる中で、人口構成の変化に伴う労働供給力の低下は、企業経営上の大きなリスクとなる。企業は必要な人材をどのように確保するのか、そして確保した人材ポートフォリオをどのように高度化し、企業の競争力を高めて価値創造の源泉にしていくのかが大きな課題であり、その意味でも「人的資本」という考え方が重要になってきたのである。

2. 注目される人的資本経営

1) 各ステークホルダーにとっても重要な「人的資本経営」

このように、企業経営において「人的資本」が重要視されるようになってくるとともに、「人的資本経営」に対する注目も高くなってきた。

「人的資本経営」とは、企業経営において経営戦略と人材戦略とを紐づけ、それらを連動させることにより企業価値の創造、向上を持続的に達成していく、「人」を重視した経営である。そして、人的資本経営は、環境課題や「人」に関する課題を含む社会課題の解決と、企業の成長、価値向上を両立させる「サステナビリティ経営」の実現にもつながるものである。

さらに、「人的資本経営」を積極的に実践することにより、企業に係る各種のステークホルダー（利害関係者）による企業評価も高まる方向になると考えられる。

図表 2 は企業のステークホルダーである労働者、求職者（労働市場）、投資家（金融資本市場）が人的資本経営を評価する上で重要と考えるポイントと、積極的な人的資本経営を実践した結果として企業が彼らから得ることのできるメリットである。

労働者、すなわち従業員は働いている企業が人に対し積極的に投資しているかどうか、そして実践している人的資本経営について積極的な情報開示や従業員エンゲージ

図表 2 ステークホルダー別に見た人的資本経営の評価ポイントとメリット

	評価ポイント	期待される効果
従業員 (労働者)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 積極的な「人」への各種投資 ・ 対話・エンゲージメントによる積極的な情報開示 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 従業員スキルの向上 ・ 企業、組織文化・価値観の共有や共感、帰属意識、ロイヤリティの熟成
労働市場(求職者、潜在的な労働者)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 積極的な情報開示(求人情報等) ・ 価値観への共感 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 優秀な人材の獲得
金融資本市場 (投資家)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 人材戦略の経営戦略への組み込み ・ アカウンタビリティ・ディスクロージャー、対話・エンゲージメント 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資対象として選択 ・ 金融資本市場からの高い評価が株価(時価総額)や資金調達に反映

(出所) 野村資本市場研究所

メントを実施しているかどうかについて、当該企業に対する評価のポイントにすると考えられる。そして、彼らの業務スキルの向上や企業、組織文化・価値観の共有、共感、そして帰属意識、ロイヤリティー（忠誠心）の熟成といったメリットを企業は享受できると考えられる。

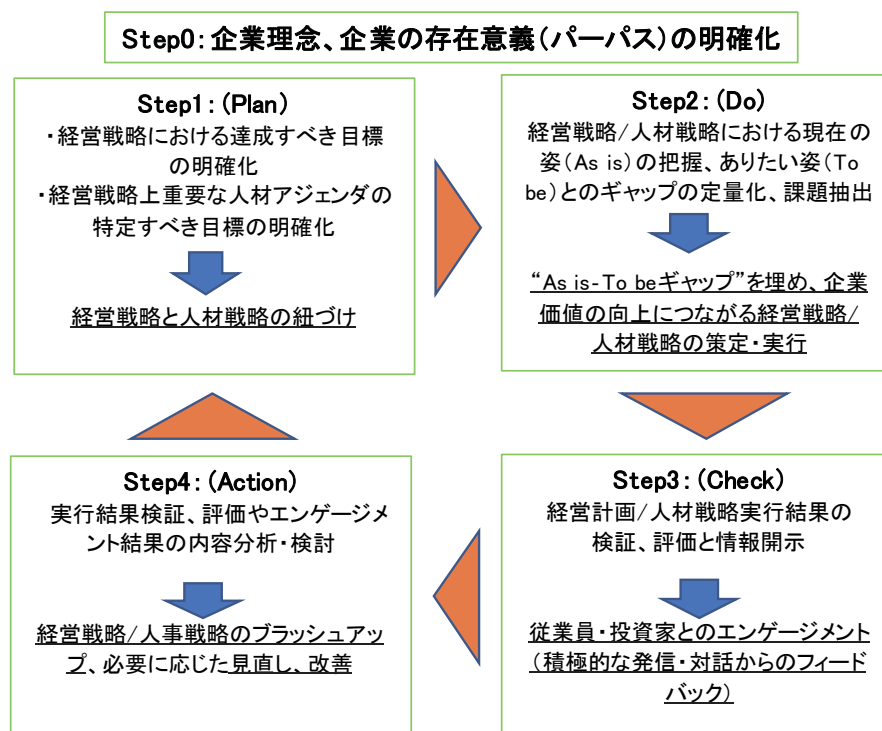
次に、就職先を探している求職者は、企業が開示している求人情報をはじめとした各種情報を収集し、その中で自分が働く上での価値観と合致しているかどうかの評価のポイントとなる。そして、実践している人的資本経営が彼らに評価されれば、当該企業は優秀な人材の獲得につながるというメリットが生まれる。

さらに、投資家にとっては、人材戦略が経営戦略に組み込まれているか、そして企業が積極的に情報開示や説明、対話を積極的に行っているかが評価のポイントとなる。彼らが当該企業の人的資本経営を評価すれば、投資先として選択されるとともに、金融資本市場からの高い評価が株価（時価総額）や資金調達に反映するというメリットを当該企業は受けることができると考えられる。

2) 人的資本経営実施に向けてのステップ

人的資本経営を行っていく上では、図表3に示すようなステップを経つつ、いわゆる「PDCA サイクル」を回していくことが考えられる。

図表3 人的資本経営を実践するためのステップ



(出所) 経済産業省「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書
～人材版伊藤レポート～（2020年9月）」などを参考に野村資本市場研究所作成

①Step0 企業理念、企業の存在意義（パーパス）の明確化：まず、人的資本経営を行う前段階として当該企業の企業理念や存在意義（パーパス）を明確化し、それを明文化することによって、従業員、ひいては社会全体に示す。その上で、これをベースとしたビジネスモデル、経営戦略を構築していく。

②Step1（Plan）経営戦略における達成すべき目標の明確化、経営戦略上重要な人材アジェンダの特定（経営戦略と人材戦略の紐づけ）：企業理念、存在意義を明確にした上で、人的資本経営を行う上での第一ステップは、経営戦略における達成すべき目標を明確化するとともに、経営戦略上重要な人材アジェンダ（実行すべき事項）を特定して経営戦略と人材戦略が連動するように紐づけをする。

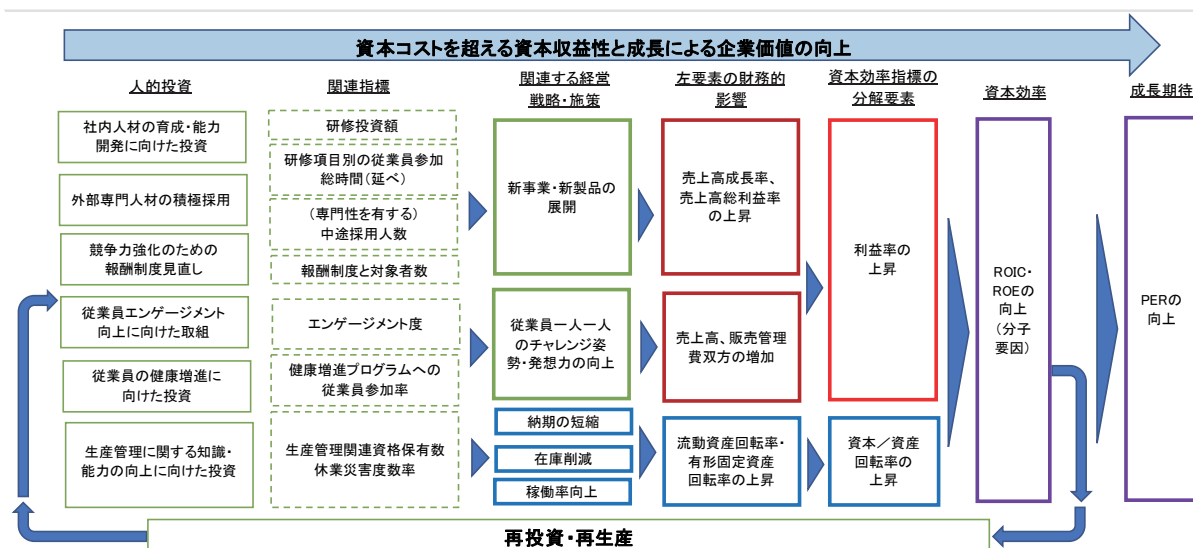
③Step2（Do）経営戦略／人材戦略における現在の姿（As is）の把握、ありたい姿（To be）とのギャップの定量化、課題抽出：第2ステップは、実際に経営戦略／人材戦略を構築する上では将来の環境変化などを考慮した「ありたい姿」（To be）を想定し、そこから把握した現在の姿（As is）とのギャップを認識するという「バックキャスト思考」をベースにギャップを定量化し、ありたい姿を実現するための課題を抽出する。そして、“As is - To be ギャップ”を埋め、企業価値の向上につながる経営戦略／人材戦略を策定し、それらを実行していく。

④Step3（Check）経営戦略／人材戦略実行結果の検証、評価と情報開示：第3ステップでは、第2ステップで構築した経営計画／人材戦略を実行し、その結果の検証や評価を実施する。その際には、積極的にそれらの情報を開示しつつ、従業員や投資家とのエンゲージメントを行ってフィードバックを得る。

⑤Step4（Action）実行結果検証、評価やエンゲージメント結果の内容分析・検討：第4ステップでは、第3ステップで得られた経営戦略／人材戦略の検証や評価、投資家・従業員エンゲージメントのフィードバックの内容を分析、検討した上で、経営戦略／人事戦略のブラッシュアップや必要に応じたそれらの見直し、改善を行って、Step1に戻り、次のPDCAサイクルを回していく。

このようなステップを踏むことにより経営戦略／人材戦略がブラッシュアップされ、これらを実施することで、非財務情報可視化研究会の「人的資本可視化指針」（2022年8月）に示された、人的投資・経営戦略・資本効率・企業価値がつながり、資本コストを超える資本収益性と成長による企業価値の向上が実現すると考えられる（図表4）。

図表 4 人的投資・経営戦略・資本効率・企業価値のつながり（例示的なイメージ図）



（出所）非財務情報可視化研究会「人的資本可視化指針（2022年8月）」より野村資本市場研究所作成

3. 「株式保有」と「金融経済教育」のセットは従業員の帰属意識、ロイヤリティ向上にもつながる

企業は人材戦略を構築し、実践することにより、従業員に対しては図表2に示したようにスキルの向上や企業、組織文化・価値観の共有や共感、帰属意識、ロイヤリティの熟成を期待する。そのための施策の一つとして、「従業員に対する株式保有の奨励と金融経済教育をセットで実施する」ことが有用であると考えられる。

日本では高齢化の進行で中高年齢層では老後の資金に対する不安、若年層では増加する高齢層を扶助するための負担が増える一方、自分たちが将来年金を受給する年齢になった時には十分な給付が受けられないという不安を抱えている。こうした中で資産形成の重要性がこれまで以上に高まり、NISA（少額投資非課税制度）や企業型確定拠出年金（企業型DC）、iDeCo（個人型DC）を通じて、株式投資信託をはじめとするリスク資産を保有する流れが出始めている。

一方、従業員が持株会などを通じ勤務する企業の株式を保有する¹ようになると、企業価値の拡大が保有する株式の値上がり、保有資産額の拡大によっても実感しやすくなり、会社に対する帰属意識やロイヤリティの向上につながることを期待される。こうしたことから、自社株式の保有奨励を人材戦略の施策の一つとすることは合理的と考えられる²。

しかし、個人（家計）の金融資産の中で勤務先の株式のウェイトがあまりに高くなると集中投資となってしまい、勤務先の業績に金融資産の増減が左右されることになり、リス

¹ また、従業員への自社株式の無償発行の解禁などの制度整備の検討（内閣府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」）も進められている。

² ただし、自社株式保有奨励のみ強く行くと、機関投資家などから「従業員を安定株主として取り込もうとしているのではないか」と指摘される懸念のあることには留意が必要である。

クも大きくなる。そのため、自社株だけではなく様々な資産に分散投資を行うことによりリスクを軽減する必要がある。こうしたことを考慮すると、帰属意識やロイヤリティ向上を目的とした自社株式保有を奨励するとともに、金融資産を適切に運用して資産形成を行うために金融リテラシー（知識や能力）の習得を目的とした金融経済教育をプログラムとして提供すれば、国の重要な施策である「資産所得倍増」及び「資産運用立国の推進」における「家計安定的な資産形成の支援」にも資すると考えられる。

Ⅱ 「人的資本開示」の要諦

1. 人的資本の開示義務化が始まった

1) 2023年3月期決算の有価証券報告書より人的資本関連情報の開示が義務化

人的資本経営の関心が高まる中で、人的資本に関する情報の有価証券報告書での開示の義務化も始まった。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－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）を受け、金融庁は2023年1月31日に「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」を公布、実施した。

これにより、2023年3月期決算企業が公表する有価証券報告書から、管理職に占める女性労働者の割合や人材育成方針などの人的資本に関連した情報が開示されるようになった（図表5）。

図表5 人的資本関連情報の有価証券報告書における開示（法定開示）の概要

開示要請項目	有価証券報告書での記載箇所	ディスクロージャーワーキング・グループ報告でのコメント
管理職に占める女性労働者の割合、男性労働者の育児休業取得率、労働者の男女の賃金の差異	従業員の状況 ・ 女性活躍推進法、育児・介護休業法等等で公表が義務付けられている企業 ・ サステナビリティ記載欄の「指標及び目標」における実績値では省略可	中長期的な企業価値判断に必要なものとして開示
人材の多様性の確保を含む人材の育成に関する方針及び社内環境整備に関する方針（例えば、人材の採用及び維持並びに従業員の安全及び健康に関する方針等）	「サステナビリティに関する考え方及び取組」の「戦略」	中長期的な企業価値向上における人材戦略の重要性を踏まえて開示
上記で記載した方針に関する指標の内容並びに当該指標を用いた目標及び実績	「サステナビリティに関する考え方及び取組」の「指標及び目標」	

（出所）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）、金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」（2023年1月31日）より野村資本市場研究所作成

2) 法定開示 1 年目の課題と投資家・アナリストが期待する開示のポイント

2023 年 3 月の人的資本関連情報の有価証券報告書における法定開示では、投資家や株主などの利用者にとって有意義な事例も見られたが、その一方で、今後の課題とされるような事例も見受けられた。金融庁が 2024 年 3 月 29 日に公表した「サステナビリティ開示等の課題対応にあたって参考となる開示例集」には人的資本関連情報の開示の課題と留意事項、及び参考となる好事例が記載されているが、そこでは、「人的資本（人材の多様性を含む）に関する方針、指標、目標及び実績のいずれかの記載がない又は不明瞭」、「人的資本（人材の多様性を含む）に関する指標、目標及び実績が連結会社ベースの記載になっていない」という指摘がなされた（図表 6）。

一方、情報の受け手である、投資家やアナリストが企業に対して期待する開示のポイントは「経営戦略と人材戦略がどのような取り組みで関連しているか」、「人的投資の内容」、「現在の姿とあるべき姿のギャップを把握し、どのようにギャップを手当てするか」の観点からの開示などとなっている（図表 7）。こうした情報利用者からの声を活かして、人的資本開示がより有用なものになることが期待される。

図表 6 人的資本関連情報の有価証券報告書における開示（法定開示）の課題

課題	留意事項
人的資本（人材の多様性を含む）に関する方針、指標、目標及び実績のいずれかの記載がない又は不明瞭	<ul style="list-style-type: none"> 方針や当該方針に関する指標、目標又は実績を記載することが困難な場合には、その旨及び理由を記載 連結会社ベースの開示を行うことが困難な場合には、連結会社ベースの開示を行うことが困難な理由、開示の対象とした範囲及び当該範囲とした理由を記載
人的資本（人材の多様性を含む）に関する指標、目標及び実績が連結会社ベースの記載になっていない	<ul style="list-style-type: none"> 方針と関連する指標、目標及び実績については対応関係を分かりやすく開示 指標については、特に企業固有のものであるような場合には、指標の前提その他の補足情報（指標の定義、算定方法、仮定等）に関しても併せて記載

（出所）金融庁「サステナビリティ開示等の課題対応にあたって参考となる開示例集」（2024 年 3 月 29 日）
より野村資本市場研究所作成

図表 7 人的資本情報に関し投資家・アナリストが期待する開示の主なポイント

<ul style="list-style-type: none"> 経営戦略と人材戦略の関係性や、どのような取り組みで双方が関連しているかについての具体的な開示は有用 人的資本は、各社の独自性が強い項目であるため、実績値を開示するだけでなく、ビジネスモデルを踏まえた説明や時系列でのデータの開示をすることが有用 人的資本にはコンプライアンス色が強い部分と、戦略的な部分の2つ要素がある。この中で、コンプライアンス色の強い部分は比較可能性が期待され、戦略的な部分は経営戦略と関連した独自性の高い開示が期待される 独自性の高い取り組みは、その取り組みの進捗を社内モニタリングする際に使用している指標等の一部でも開示することが有用 人的資本にどのような投資をしているかや、投資の内容について開示することは有用 現在の姿とあるべき姿のギャップを把握し、どのようにギャップを手当てするか観点での開示は有用 従業員の状況の記載欄における「女性管理職比率」、「男性の育児休業取得率」及び「男女間賃金格差」は、割合の記載だけでなく、具体的な管理職の人数や育児休業の取得日数、平均賃金額等の実績値も開示されることが比較可能性の観点から有用
--

（出所）金融庁「記述情報の開示好事例集 2023」より野村資本市場研究所作成

2. 「人的資本可視化指針」にみる開示のポイント

人的資本開示を行う上でのポイントについて、ここでは前出の「人的資本可視化指針」を参考にしながら考察する。

「人的資本可視化指針」によれば、人的資本の可視化において企業や経営者に期待されているのは「経営層・中核人材に関する方針、人材育成方針、人的資本に関する社内環境整備方針について、自社が直面する重要なリスクと機会、長期的な競争力と関連付けながら、目指すべき姿（目標）やモニタリングすべき指標を検討し、取締役会、経営層レベルで密な議論を行った上で、自らロジカルに説明すること」である。

その上で、検討されるべき具体的開示事項は、独自性と比較可能性の2つの類型に整理されるとしている。まず、独自性とは、自社固有の戦略やビジネスモデルに沿った取り組み・指標・目標の開示のことであるが、独自性にも①「取組や、開示事項そのものに独自性がある場合」と、②「開示事項自体は他社と共通であったとしても、その開示事項を選択した理由に自社固有の戦略やビジネスモデルが強く影響する場合」の2種類が存在するとしている。

そして、①の場合には、「企業が比較可能性を追求するあまり、独自性ある開示が抑制されることを投資家は懸念する」ため、「開示事項と目指すビジネスモデルや経営戦略との関連性、経営者が当該事項を重要だと考える理由、関連する指標・目標等の自社としての定義、時系列での進捗・達成度等を意識した開示がなされることが期待」されるとしている。一方②の場合には、「自社固有の戦略・ビジネスモデルや事業環境と関連性が深い開示事項の説明であっても、比較可能性を確保した開示が期待される場合がある」とし、「自社がなぜ当該事項の開示を重要と捉えているか、それをどのように統合的なストーリーに位置づけているかを説明しつつ、国内外の開示基準等に位置付けられている事項との紐付けも同時に示すこと」などにより、「自社固有の戦略やビジネスモデルに基づく開示でありながら、比較可能性に対する要請に応じることができる」としている。

他方、比較可能性については、「自社が求められる制度開示への対応は最低限の前提」であり、その上で、例えば、「自社の開示目的に関連する複数の開示基準に共通する事項については、投資家等が企業間比較の観点から重視する典型的な情報として捉えられる」としている。また、「自社にとって重要な事項について、国内外の投資家からの評価も視野に入れつつ、他社と比較可能な形で戦略的に表現・訴求できる事項を、自ら選択・開示することも有効」としている。さらに、「比較可能性が重視される事項についても、可能な限り、自社固有の戦略、ビジネスモデル及びリスクマネジメントと紐付けて説明されることが期待」され、そのことにより、「比較可能性が重視される事項と独自性のある取組等の開示を一体的に説明することができる」としている。

具体的な開示事項の検討に際しての留意点として、人的資本可視化指針では、①独自性と比較可能性のバランスを確保することと、②開示事項には「企業価値向上に向けた戦略的な取組」に関する開示、「企業価値毀損リスク」に関する開示、すなわち価値向上の

図表 8 開示事項の例と階層（イメージ）

分野	育成			エン ゲージ メント	流動性			ダイバーシティ			健康・安全			労働慣行				コンプラ イアンス /倫理				
	項目	リーダー シップ	育成		スキル/ 経験	採用	維持	サクセッ ション	ダイバー シティ	非差別	育児 休業	精神的 健康	身体的 健康	安全	労働 慣行	児童労働/ 強制労働	賃金の 公正性		組合と の関係			
具体的な開示例 (数値目標等)		・研修費用 ・リーダーシップの育成 ・人材確保・定着の取り組みの説明など			従業員 エン ゲージ メント	・離職率 ・採用・離職コスト ・後継者カバー率など			・属性別授業員・経営層比率 ・男女間の給与差 ・育児休業等の後の復職率、定着率など			・労働災害の発生件数・割合、死亡数等 ・労働災害による損失時間など			・人権レビュー等の対象となった事業(所)の総数・割合 ・差別事例の件数・対応措置 ・コンプライアンスや人権等の研修を受けた従業員割合 ・児童労働・強制労働に関する説明など							
「価値向上」の観点																			「リスク」マネジメントの観点			

(出所) 非財務情報可視化研究会「人的資本可視化指針（2022年8月）」をもとに野村資本市場研究所作成

観点とリスクマネジメントの観点があることを意識し、説明方法を整理することを求めている。特に、②については、「1つの開示事項の中に価値向上とリスクの双方の観点が含まれる」ことがあり（図表8）、企業は「どのような開示ニーズに対応して当該事項を選択・開示するのか明確にしながら開示を進めることが望ましい」としている。

Ⅲ 「人的資本経営」の実践と「可視化」、そして人的資本開示の「規定演技」と「自由演技」

I章、II章において人的資本に対する関心の高まりと人的資本経営、人的資本開示の現状を見てきたが、今後を考えると、それらへの関心と重要性はさらに高まるとみられる。そうした中、改めて確認をしておきたい諸点について以下で述べていく。

1. 人的資本経営の「実践」と「可視化」は「車の両輪」

図表3でも示したように、人的資本経営は、経営戦略と人材戦略を連動するよう紐づけ、「ありたい姿」と「現在の姿」とのギャップを把握し、それら課題の解決に向け戦略に基づいた各種施策を実践する。そして、その結果についてステークホルダー（従業員、投資家）とのエンゲージメントを通じてフィードバックを得つつ検証、評価し、戦略をブラッシュアップしてまた課題の解決に向けて戦略を実践していく、という一連の循環的な取り組みである。結果の検証や評価、戦略のブラッシュアップにおいては、ステークホルダーとのエンゲージメントに際しては積極的な情報開示、すなわち可視化が必須であり、その意味で、「人的資本経営の実践」と「可視化」は「車の両輪」ということができる。

2. 「ネガティブな情報」の開示は有用な情報提供である

人的資本経営を実践するにあたり、企業は掲げた目標や課題をすべて達成・解消することがもちろんベストであるが、実際には非常に困難であり、現実的には「達成した課題」だけではなく「対応途上で未達成である課題」や「まだ手についていない課題」、「現在は把握できていないが、今後問題になる可能性のある課題」などが存在すると考えられる。

もし、企業側が掲げた課題をすでに解決しているのであれば、投資家などのステークホルダーから見れば、それらはもはやリスクではないと言っても過言ではなく、当該企業の状況を継続的に注視、確認していけば良いであろう。むしろ、対応に未着手である、あるいは取り組んでいる途上の課題が存在するという情報こそ有用であると考えられる。日本企業は「対応の途上である」という情報については開示をあまり積極的には行わず、対応が終了して初めて情報開示する傾向が強い印象がある。しかし、ステークホルダーにとっては、「それらの課題解決に向け、今後どのように対応しようとしているのか」という情報がむしろ有用、かつ把握したい情報であるだろう。

さらに、ステークホルダーは企業が把握していない、あるいは把握していてもそれに対応しようとししない課題の存在こそが、企業の最も大きなリスクと考えるであろう。

ステークホルダーから見ると当該企業に該当すると考えられる課題について、その所在を把握していない、あるいは把握していても、対応の必要がないと考えている事項については、エンゲージメントの重要なテーマとなるだろう。そして、エンゲージメントを通じて浮かび上がった課題が当該企業の企業価値にとって本当に重要かどうかを検討、評価しながら、例えば投資家は企業評価などに織り込んでいくことになると思う。その意味で、企業にとって「ネガティブな情報の開示」はステークホルダーにとっては有用な情報提供になるのである。

3. 人的資本開示のキーワードは「法定開示化の進展と任意開示の深化」

人的資本を含むサステナビリティ情報は、これまでは統合報告書などでの任意開示が中心であったが、海外では法定開示、開示義務化の流れが進んでいる³。日本でも有価証券報告書におけるサステナビリティ情報、人的資本の法定開示化、すなわち開示の義務化が始まるなど、人的資本に関する情報はこれまでの任意開示から、開示義務化の流れに着実に進んでいる。

³ 欧州では一定規模以上の企業に対し従来より人的資本を含むサステナビリティ情報の開示義務があったが、2024年より企業サステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive：CSRD）の適用が始まり、より広範囲の企業に対し、より詳細な開示を求めることになった。また、米国では2020年より非財務表法の開示規則において人的資本の開示が義務付けられている。さらに、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）は2024年4月、基準作成に向けた優先課題として人的資本を取り上げ、検討を始めた。

このような中では、「規定演技」としての法定開示と「自由演技」である任意開示をどのように「すみ分け」していくかも企業にとって大きな問題となる。「人的資本可視化指針」では、有価証券報告書の法定開示に関しては、「経営戦略と人的資本投資、人材戦略との関係性を描き出しながら独自性と比較可能性のバランス、価値向上とリスクマネジメントの観点などを検討したうえで要請される項目を積極的に開示」、任意開示においては、「有価証券報告書と整合的かつ補完的な形で人的資本への投資や人材戦略、関連する目標・指標を積極的に開示し、様々なステークホルダーへの発信の奇貨として積極的に活用」という形ですみ分けを図っている。

法定開示と任意開示との「すみ分け」については、金融庁「記述情報の開示好事例集 2023」に、好事例として紹介された企業のコメントが参考になる（図表 9）。

これをみると、法定開示である有価証券報告書では、限られたスペースで簡潔で分かりやすい記載を心掛ける一方、任意開示である統合報告書等では、取り組みに対し関心を持ったステークホルダーに対し、各社が注力している内容をより深掘りして記述するという形ですみ分けている。

その一方で、法定開示書類であり、より多くのステークホルダーが目を通すことが考えられる有価証券報告書では、「サステナビリティに関する考え方及び取り組みの記載についてはさまざまな方法が考えられるため、各社の取り組み状況に応じて、柔軟に開示を行うことが考えられます」（公益財団法人財務会計基準機構 企業会計基準委員会「有価証券報告書の作成要領〔2024年3月期提出用〕」）とされている。よって、任意開示を行っていない企業では、有価証券報告書を使って人的資本に関する取り組みを説明することが考えられる。また、統合報告書等で任意開示を行っている企業でも、有価証券報告書において要請される開示項目に留まらない開示を行うことも有用と考えられる。

図表 9 法定開示と任意開示の「すみ分け」－企業側での整理事例

- ・有価証券報告書は法定開示資料であることを踏まえ、公表する注力指標の実績や目標は、サステナビリティ委員会や取締役会でも複数回の議論を経たものであること、継続的な計数管理体制が整備されていること等を意識し選択した。
- ・「規定演技」である有価証券報告書においては、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標及び目標の4つのピラーに沿った情報をバランスよく記載している。特に、ガバナンスはサステナビリティ経営を実践する上での前提と捉え、執行・監督双方での体制強化や、役員報酬度改定等、高度化に向けた取り組みの記載を充実させている。他方、「自由演技」である統合報告書等においては、グループの重点課題に沿った柔軟な構成としつつ、読み手を意識し図表や写真を多用している。
- ・有価証券報告書は、経営戦略を達成していくための人財として当社グループが特に発信したい内容を中心に据えている。他方、サステナビリティレポートはマルチステークホルダーに向けての内容を意識しており、網羅的に非財務情報を開示するためのツールとして位置付けている。
- ・有価証券報告書への記載は、スペースの関係等もありコンパクトでわかりやすい記載とすることを意識した。有価証券報告書での開示きっかけに興味を持たれて、より詳細な情報を知りたいと考えた方に対しては、スペースを十分に使った詳細な説明が可能な統合報告書に誘導する棲み分けを意識した。

（出所）金融庁「記述情報の開示好事例集 2023」より野村資本市場研究所作成

すなわち、人的資本開示は「法定開示化の進展と任意開示の深化」がキーワードであり、「規定演技」である「法定開示」をベースに、いかに「自由演技」である「任意開示」の部分で各企業の独自性を出すかが問われるといえるであろう。

4. 人的資本経営構築の好機と捉え、ステークホルダーからの理解と支持を獲得する

人的資本への関心と人的資本の開示議論の高まりは、企業にとって人的資本経営構築の好機と捉えることができる。そして、法定開示情報と統合報告書などの任意開示情報を併用しながら、経営戦略と人材戦略との連動や、人的資本投資と企業価値向上との結びつきなどについて積極的に情報開示を行う。そして、投資家などステークホルダーとの対話（エンゲージメント）を実施することによって、自社の人的資本経営に対し理解と支持を得ることが非常に重要と考える。