

2024年1月22日

## 人的資本を「可視化」しよう！



責任投資推進室  
シニアアナリスト 木本 泰久

統合報告書での人的資本開示の義務化が今年度よりスタートしたことから、人的資本への注目度が高まっていることを実感します。

近年、ESG投資（環境・社会・ガバナンスにおける非財務指標を考慮する投資）が一般化して来ましたが、これまでは環境（E）の気候変動対応への注目が高かった印象です。それが、2022年4月よりプライム上場企業に対して、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に準拠した開示が実質的に義務化され、気候変動に関する情報開示が充実したことから、市場の関心が社会（S）の人的資本や人権に向かっているという訳です。

人的資本と言えば、例えば当社の属する SMBC グループの社風を表す言葉として「人の三井、結束の住友」などがあり、以前から「個」であれ「組織」であれ人財が企業価値に強い影響を与えることは認識されていました。現在でも「我が社の強みは人財です」とアピールする企業は多いでしょう。

しかし、実際はどうでしょうか。人的資本とは人を企業の成長の源泉となる「資本」とみなし投資対象とする考え方ですが、従来は人的「資源」と捉えられることが多かったと思われる。

資源として消費するため、発生する費用は「投資」ではなく「コスト」として捉えられます。

米国では 1990 年代にミシガン大学のデイビッド・ウルリッチ教授が提唱する戦略人事の考えに基づき、エンゲージメント向上や能力開発などの人財戦略を通して積極的に経営戦略に貢献する役割が人事部門に求められるようになりました。一方、日本においては一部の先進企業を除き、いまだに人事部門の役割が管理中心にとどまっているのが実態です。こうした企業の人的資本に関する取り組みの違いが、無形資産である人的資本の差となり、ひいては日米株式市場の時価総額の格差拡大の大きな要因になったと考えられます。

米国に遅れること四半世紀、こうした状況に一石を投じたのが 2020 年に発表された「人材版伊藤レポート」です。2022年には「人材版伊藤レポート2.0」も公表され、人的資本価値の「可視化」に関する重要性が改めて認識され、企業の情報開示に強い影響を与えています。本レポートでは投資家の立場から企業価値向上に繋がる人的資本の開示（可視化）について考察したいと思います。

## 人的資本情報開示に関する国際動向

まず、海外の状況はどうか。人的資本の開示では欧州が先行しています。欧州委員会は 2014 年に非財務情報開示指令（NFRD）を発効し、従業員 500 人以上の企業を対象に環境や社会的責任、人権保護等を含む情報開示が義務づけられました。2023 年 1 月にはこれを改正し、より多くの企業が対象となる企業サステナビリティ報告指令（CSRD）が発効されました。

## 国内の動向

2021 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、人的資本に関する記載が盛り込まれました（補充原則 3-1③）。上場企業は経営戦略の開示にあたって、人的資本や知財財産への投資等について自社の経営戦略・経営課題と整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報開示するべきとされています。

米国では米国証券取引委員会（SEC）が 2020 年 11 月に投資家に対し投資判断に有益な情報を提供することを目的として、財務諸表以外の情報（非財務情報）に関する開示についての規制である Regulation S-K において、人的資本の開示を義務化する規定を設けました。

これらの動きを受け、2023 年 3 月末に終了する事業年度に係る有価証券報告書より、人的資本の情報開示が義務化されました。開示内容については内閣官房の非財務情報可視化研究会から、「人的資本可視化指針」が公表され、次の 7 分野にわたり各 19 項目の情報開示が推奨されています。

### 【図表1：人的資本に関する情報開示分野】

- ① 人材育成
- ② 従業員エンゲージメント
- ③ 流動性
- ④ ダイバーシティ
- ⑤ 健康・安全
- ⑥ 労働慣行
- ⑦ コンプライアンス/倫理

（出所）『人的資本可視化指針』（内閣官房 新しい資本主義実現本部）を基に三井住友 DS アセットマネジメント作成  
<https://www.cas.go.jp/jp/houdou/20220830jintekisihon.html>

実際、多くの企業は有価証券報告書の「従業員の状況」欄において「男女賃金格差」「女性管理職比率」「男女別育

児休暇取得率」などの定量開示を始めています。

## 投資家目線で求められる開示

では、投資家としては企業にどのような人的資本開示を求めて行くべきでしょうか。無論、最終的なゴールは投資リターンの向上にあることは異論の余地がありません。

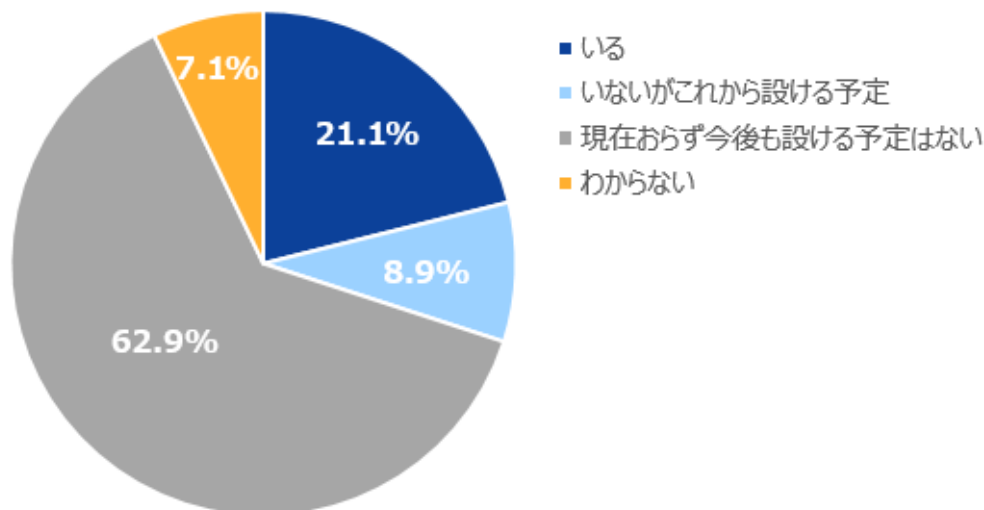
一番重要なのは、やはり「可視化」です。ESG などの非財務価値は財務指標に現れないため、何らかの形で情報を外部に提供して貰うことが必要になります。そのための第一歩は、対話による情報開示拡充の働きかけです。伊藤レポートにおいても「社外のフラットな視点で評価してくれる投資家と人財戦略について積極的に対話」することが提唱されています。

有価証券報告書で開示の始まった前述の定量データを対話のきっかけとして人的資本について企業の課題や強みを確認し、どのような人財戦略を描いているか議論を行うことが重要です。出来れば CHRO との対話が有効であると思います。

ただし、日本における CHRO の設置企業は全体の 2 割程度とまだまだ低いのが現状であり、むしろ CHRO を設置していない企業こそ意識改革の必要性が高いことから、イノベーションを生み出す原動力となる人財や人財戦略について経営トップと対話を行い、財務戦略に紐づいた人財戦略を立案・実行する組織や責任者の設置を働きかけていくことも必要です。

## 【図表2：CHRO設置会社の割合】

問：貴社にはCHROがいますか？



(出所) 『日本の人事部 人事白書 2023』を基に三井住友 DS アセットマネジメント作成

[https://jinjibu.jp/article/detl/hakusho/3168/#heading\\_2\\_1](https://jinjibu.jp/article/detl/hakusho/3168/#heading_2_1)

次の段階は、人財戦略の開示の働きかけです。多くの企業が中期経営計画を開示していますが、財務戦略とリンクした中長期の人財戦略を明示できている企業はまだ多くありません。事業拡大に必要な人財ポートフォリオのビジョンを明確にすることが重要です。それによって必要な人財の定義が可能となり、採用、育成、リスキリングなどの人財確保に関する戦術立案も可能となるからです。

そのためには、経営陣の若返りや若手リーダーの積極的な登用などが可能な柔軟な人事制度の導入なども働きかける必要があります。それが企業の活性化や、従業員エンゲージメント向上に繋がるのです。

最後はモニタリングです。戦略が適切に実行されているかを継続ウォッチし、建設的な対話が続けることが重要でしょう。また社外取締役などによる監督強化についても、働きかける必要があります。社外取締役比率やダイバーシティのような形式基準はもとより、取締役会の実効性が確保できているのかについても対話で確認する必要があります。

注意すべきは、人財戦略は長期的な視野に立つて行うべきものであることから、短期的な目線で対策を求めることは避けなければいけない点です。経営層にアプローチして建設的な対話を積み重ねることで企業との信頼関係を築けるかが、エンゲージメント成果を大きく左右するでしょう。

## 好事例の紹介

最後に、人的資本開示の好事例としてオムロン（証券コード番号：6645）を紹介したいと思います。同社は経営戦略と連動した人財戦略を明確に説明しており、人的資本の可視化に取り組んでいます。同社は独自のダイバーシティ&インクルージョン（D&I）のコンセプトを掲げています。一般的にはダイバーシティは性別や国籍等の多様性を指しますが同社で

は「よりよい社会づくりへ挑戦する多様な人たちを惹きつける」と定義しています。またインクルージョンは「一人ひとりの情熱と能力を解放し、多様な意見をぶつけ合うことでイノベーションを創造し成果を分かち合う」の意味で使われています。このオリジナルのD&Iを同社の求める人財像として人財戦略の中核に据えています。

【図表3：オムロンのダイバーシティ&インクルージョンのコンセプト】



（出所）オムロン株式会社『統合報告書 2023』

[https://www.omron.com/jp/ja/ir/irlib/pdfs/ar23j/OMRON\\_Integrated\\_Report\\_2023\\_jp\\_A4.pdf](https://www.omron.com/jp/ja/ir/irlib/pdfs/ar23j/OMRON_Integrated_Report_2023_jp_A4.pdf)

また、可視化の観点での特徴は、人的資本価値を測る「人的創造性」という独自の指標を用いている点です。「人的創造性」は投下した人件費に対してどれだけの付加価値（売上高-変動費）が得られたのかを表す指標であり、同社はこの指標を中計 1st stage（2022-2024年度）に+7%向上（2021年度比）させる目標を掲げています。それに向けた8つの施策とKPIも公表しており、投資家は施策の達成度を通じて「人的創造性」向上の進捗を確認することができます。

さらに、前述のD&Iコンセプトに基づく人財戦略が、財務指標にどのように影響を及ぼしたか検証を行っている点も注目すべき点です。外部機関（サステナブル・ラボ社）と共同でROICとの相関分析を行い、同社の人的資本施策がROICに重要な影響を与えることが示唆され、施策の妥当性が一定程度示されたと結論付けています。

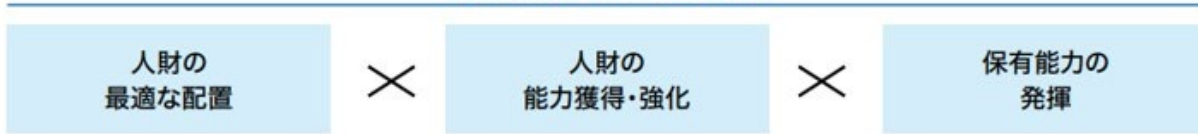
このように戦略立案～実行～検証まで開示を行う姿勢は、多くの企業にとって良い見本となるでしょう。



【図表4：オムロンの人的創造性の計算式と人的創造性を高める主な因子】



人的創造性を高める主な因子



【図表5：オムロンのROIC構成要素と人的資本指標の相関分析】

分析方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 当社を含む電子機器・部品業界139社の財務・非財務指標を元に機械学習モデルを構築。人的資本関連データの財務指標に対する重要性と貢献度を定量化。</li> <li>② 1st Stage人財施策の成果指標にまつわる非公表データについて同様に定量化。</li> <li>③ どの非財務指標が、財務指標に対してどの程度ポジティブまたはネガティブな影響を与え得るか、相関性をそれぞれに可視化。結果に対してESGアナリストらが解析。</li> </ul>
対象データ	<p><b>分析対象:</b> 世界産業分類基準(GICS)「テクノロジー・ハードウェアおよび機器」業種139社(当社含む)</p> <p><b>変数:</b> ・財務:ROS(営業利益率)、投下資本回転率、WACC(資本コスト) ・非財務:人的資本関連の49指標(一部オルタナティブ・データも含む)</p> <p><b>時系列:</b> 2016年~2022年</p>
解析結果のハイライト	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 当セクターにおいては、各キャリアステージ(役員、管理職、社員)におけるダイバーシティの推進とそれを可能にする多様な働き方に向けた労働環境づくり、そこから生じる従業員満足度が収益性(ROS)、ひいてはROIC向上につながる。</li> <li>● 投下資本回転率においては、ジェンダー関連指標が強い影響力を持つ。特に、リーダーシップの多様性が、資本の効率的な運用に寄与する可能性が示唆される。</li> <li>● 一方、当セクターにおいては、資本コスト(WACC)に対して人的資本の活用が与える効果は限定的だった。透明性のある人権政策と多様な労働力を持つ企業は、投資家から「ビジネスリスクが低く、コーポレートガバナンスの実践が優れている」と認識されることで、信頼と支持を醸成できる可能性は一定程度見られた。しかし、資本コストに関しては、社会関連以外の指標の影響が高い模様。</li> <li>● オムロン固有のデータからは、女性管理職比率とSEIスコア(社員エンゲージメント調査の主要項目)のバランスよい改善が最もROICにポジティブ。またグローバルコアポジションの現地化比率もROICに正の相関がみられた。</li> </ul>

(出所) オムロン株式会社『統合報告書 2023』

[https://www.omron.com/jp/ja/ir/irlib/pdfs/ar23j/OMRON\\_Integrated\\_Report\\_2023\\_jp\\_A4.pdf](https://www.omron.com/jp/ja/ir/irlib/pdfs/ar23j/OMRON_Integrated_Report_2023_jp_A4.pdf)

**重要な注意事項**

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友 DS アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。
- 当資料において、個別銘柄に言及している場合がありますが、例示を目的とするものであり、当該銘柄に投資するとは限りません。また、個別銘柄を推奨するものではありません。

三井住友 DS アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会