

企業報告における人的資本情報開示の動向と展望  
～包括的な資本主義実現にむけて～

Trends and Prospects of the Disclosure of Human Capital Information  
in Corporate Reporting :  
Toward the Realization of Inclusive Capitalism

池田 安生

Yasuo Ikeda

**Abstract**

Does current financial reporting fully explain corporate value? Based on awareness of this problem, this study reviewed and researched the recent trends of investors, GAAP setters, and enterprises. First, the paper confirmed that the high demand for non-financial information, such as investment into human capital and in the market and the lack of corporate reporting, needed to be addressed.

To make up for that shortfall, the attempt currently being made by the IIRC (International Integrated Reporting Council) and ISO (International Organization for Standardization), that is, integrated reporting which covers non-financial factors, has been reviewed and the cases of the Japanese pharmaceutical firm, Eisai and the German commercial bank, Deutsche Bank, have been studied. To make reporting on the value of human capital, one of the essential pieces of non-financial information, feasible and useful, this study concluded that there was a need for standardization for comparative purposes but also that a challenge remains to ensure reliability of the information.

**はじめに**

2014年5月、「Conference on Inclusive Capitalism：包括的な資本主義についてのカンファレンス）」という世界会議が政財界の有力者を集めて開催された。財界からは、37の国々および35のビジネス分野を代表する合計250人の代表（世界の投資可能所得の3分の1に相当する推定30兆ドルの資産を代表）が参加〔共同JBN 2014〕した。

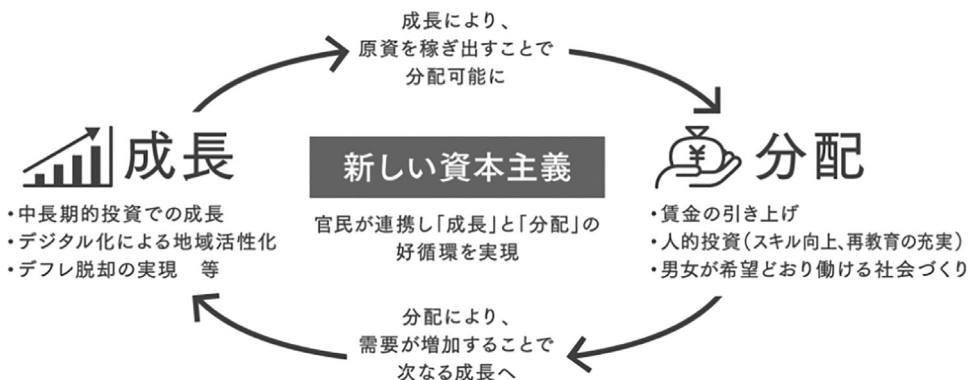
この会議以降、包括的な資本主義とは、自覚した資本主義、倫理的な資本主義、善良な資

本主義に力をそそぐ人々による称賛に値する努力を示す用語〔共同JBN 2014〕として捉えられている。また、社会のすべてと地球が調和し、グローバル経済をより持続可能にするあらゆる努力を意味するものとなった。

2021年、岸田政権発足と同時に「新しい資本主義」が新たな経済政策として掲げられた。ここでは「成長と分配の好循環」を経済発展のモデルとし、成長戦略と分配戦略がそれぞれ打ち出されている。官と民が、共に役割を果たすことで、成長の果実をしっかりと分配し、消費を喚起する。そして成長につなげることで、成長と分配の好循環を達成し、持続可能な経済構築による新しい資本主義を実現するという構想〔首相官邸 2022〕である（図表1参照）。すなわち「新しい民主主義」とは、持続可能な経済の構築という包括的な資本主義の方向性と整合し、かつ、それを国家レベルでの具体的な施策へと落とし込んだものであると言える。

本稿では、成長と分配の好循環を構築するため、その施策の一つである人的資本<sup>2</sup>への投資に焦点をあて、会計学および企業情報開示の観点から現在の状況と動向、そして問題点と今後の課題について議論する。

図表1 新しい資本主義の実現に向けて（イメージ図）



出所：政府広報オンライン〔2022〕

## 1. 問題意識とリサーチ・クエスチョン

首相官邸によると、「新しい資本主義」における成長戦略では (1) 科学技術・イノベーション、(2) 「デジタル田園都市国家構想」などによる地方活性化、(3) カーボンニュートラルの実現、

<sup>2</sup> 本稿では、「人的資本」および「人的資源」、「人的資産」という言葉が使用されている。「人的資本」とは、主に経済学およびマクロ経済において多用される言葉であるのに対し、「人的資源」は経営学及びミクロ経済において多用され、「人的資産」は会計学および企業情報開示において多用される言葉である。本稿では、文脈および引用の関係から、それらが使用されているが、基本的には同義語であるご理解願いたい。

(4) 経済安全保障の4つの政策が示されている。それらに向け、官と民が共に役割を果たし、協働して成長のための大胆な投資を行うことが、成長戦略の構想である。

対して、分配戦略では、(1) 所得の向上につながる「賃上げ」、(2) 「人への投資」の抜本強化、(3) 未来を担う次世代の「中間層の維持」の3つが示されている。

マクロ経済における投資は、資本ストックの増加分、つまり資本形成を指す。この既存の定義に対して、新しい資本主義の政策においては、人への分配は「コスト」ではなく、未来への「投資」との考えに立脚している。賃上げについても、未来への投資と位置づけ、それが原動力となって成長となり、更にその成長の果実を、従業員に分配するという好循環を目指している。また、教育訓練、人材育成、労働環境の整備などについても、付加価値の源泉たる「人的資本」への投資と位置づけている。

一方、ミクロ経済では、企業が行う人的資本への支出は、資産として財務計上されるのではなく、支出し、消費した時点での費用として認識されるのが現行の財務会計である。これは、人的資本への投資に関しては、会計原則による資産計上の条件の一つ、「支配」についての要件が満たされない〔池田 2021〕ためである。資産が、貸借対照表に計上され、将来の経済的便益を派生させる継続的なストックであるのに対し、費用は企業価値評価の主要な一つである期間収益を圧迫するフローの要因となる。「民」においては、この財務会計における制約により、人的資本への支出を、将来の経済的便益のための投資として捉えるという発想を取りづらくなっている。すなわち、財務会計の制約により、企業価値の源泉ともいべき人的資本情報は、その財務情報としての外部への開示において、限定的と言わざるをえないのが現状である。

以上の問題意識のもと、本稿では下記2点をリサーチ・クエスチョン（以下、RQと略）を設定し、議論を展開する。

RQ1：企業の人的資本に関する情報の供給は、市場の需要を満たしているのだろうか。

RQ2：会計制度としての人的資本への投資に関する情報開示は、どのような方向性で進んでいるのだろうか。

## 2. 市場における ESG 情報の需要と供給

ESG投資という言葉が取り上げられることが増えつつある。ESGとは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の英語の頭文字を合わせた用語である。

人的資本は、ESG投資の判断要素の一つであり、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〔大和総研 2021〕。近年急速に拡大しているESG投資だが、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。また、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〔大和総研 2021〕。

本章では、人的資本情報を中核に据える ESG 情報に対する市場の需要と供給を確認する。ここでは、機関投資家に対して行った 2 件のアンケート調査を取りあげ、ESG 情報に関する市場における需給の実態を把握する。

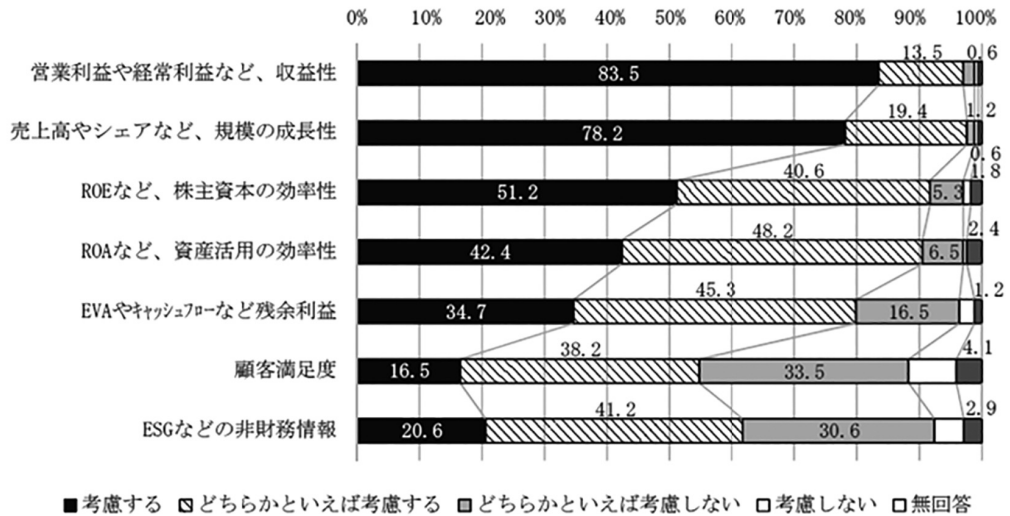
## 2.1 日本における ESG 情報に対するデマンドの調査結果

投資において、このような ESG に対する企業の活動を中長期的価値と捉え、投資を行う際の判断基準の一部とする傾向が強まっている。例えば、公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF と略）は 2017 年 7 月、ESG を重視した企業の株式に選択的に投資すること、すなわち ESG 投資を拡大する方針を発表した。同年 6 月現在既に 1 兆円を ESG 投資で運用していたが、GPIF の 2020 年度 ESG 活動報告によると、同年度末時点での ESG 投資額は既に 10.6 兆円〔GPIF 2021〕となっている。

ESG 投資に関連して、労働政策研究・研修機構（JILPT）は、2018 年に国内の適格機関投資家へのアンケート調査を行った。調査実施概要として、期間を 2018 年 1 月 27 日から 2 月 19 日とし、対象を、金融庁が発表している適格機関投資家リストに基づき、そこに掲載されている 1,946 件（個人と外国企業を除く、2017 年 11 月 16 日現在）すべてを対象とした。回収数（回収率）は 170 票（8.7%）〔労働政策研究・研修機構 2018 p.61〕である。調査の趣旨は、機関投資家が投資を行う際に、財務指標・情報を考慮するのは当然として、それ以外の非財務指標・情報をどの程度考慮しているのかを探ること〔労働政策研究・研修機構 2018 p.61〕とされている。

まずは投資家が投資活動を行う際に考慮する経営成果、指標についての調査結果を見てみたい。図表 2 がその調査結果である。収益性、成長性、効率性などの財務的価値が上位を占めていることがわかる。特に収益性、成長性については、黒で示された「考慮する」と斜線で示された「どちらかといえば考慮する」を合わせると、どちらも 97% を超える高い数値となっている。一方、非財務に該当する顧客満足度と ESG などの情報について絞って見ると、「考慮する」と「どちらかといえば考慮する」の合算値では 60% を超える数値となっており、投資に際して、非財務情報に対しても関心が寄せられていることが示唆された。

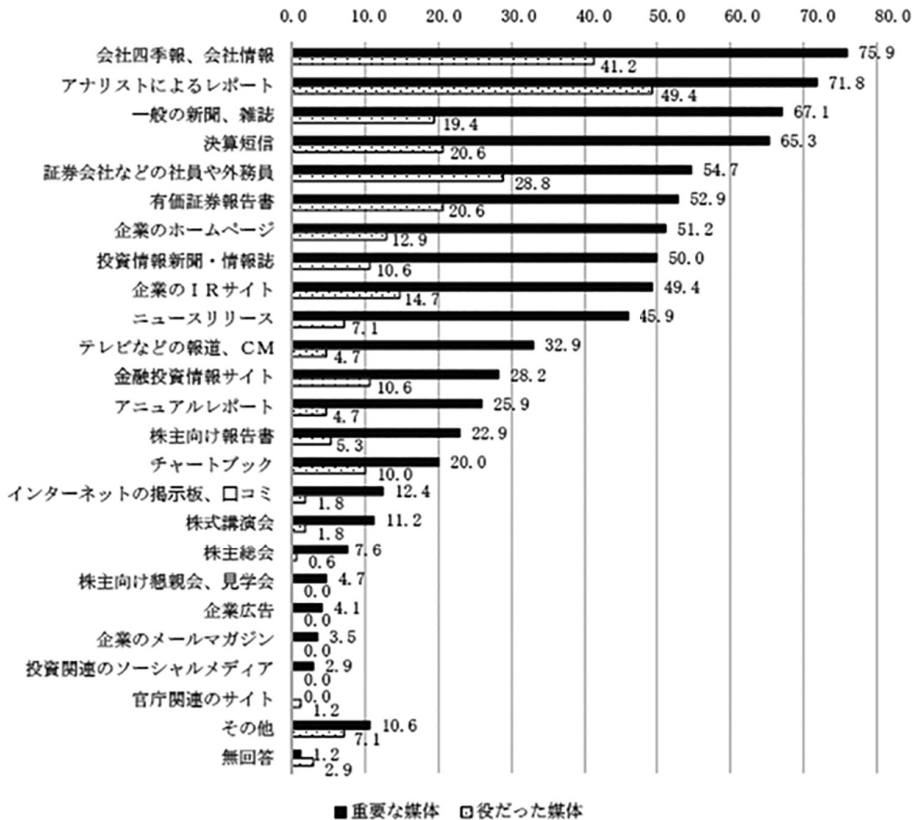
図表2 投資活動を行う際考慮する経営成果指標



出所：労働政策研究・研修機構〔2018〕 p.66 図表 2-9。

次に、投資家が参考にする・実際に役立ったとされる IR 情報を見つめる。図表3が同アンケート調査の結果である。これは、投資活動を行う際に参考にするさまざまな項目について、「これまでに参考にしていた」項目と、その中で「投資で実際に役立った」項目について尋ねた〔労働政策研究・研修機構 2018 p.61〕ものである。上位は業務・財務情報およびそれらに直接的にかつ短期的に関連する項目であることがわかる。非財務の分野からは「コーポレート・ガバナンスに関する情報」が、非財務の中では高い比率で参考にされていることが分かる。

図表3 投資活動を行うため、重要な実際に役立つ媒体 (%)



出所：労働政策研究・研修機構〔2018〕p.64 図表2-7。

以上2つの調査結果を総合すると、機関投資家は投資活動に際し、主に財務情報や財務指標を考慮する。しかし、「考慮する」と「どちらかといえば考慮する」という度合いの違いはあるものの、人的資本情報を含む、ESGなどの非財務情報も考慮の対象として考えていることが明らかとなった。一方、参考にし、実際に役立つIR情報としては、業績・財務情報とそれらに直接的に関連する項目の情報が高い比率で参考とされ役立つ。これに対してESGなどの非財務情報に関連する項目は、参考にされる比率は低く、実際に役立つとされるIR情報が欠如していることが分かる。ここから、投資家は非財務による中長期的価値の重要性を認識しているものの、この価値の裏付けとなるIR情報が不足しているため、短期的な指標として財務情報を主要な判断材料として使用せざるを得ない状況にあることがわかる。

## 2.2 グローバルレベルでの ESG 情報に対するデマンドの調査結果

続いて、Serafeim, et al [2018] によるグローバル・サーベイを見てみる。ここではまず、投資家が ESG 情報を使用する理由と方法、およびこの情報を使用する際の課題について、まだ深く理解していないのではないかと〔Serafeim et al. 2018 p.88〕との仮説が示された。その仮説を実証すべく、Serafeim, et al [2018] は投資家に対するアンケート調査を行った。

アンケート調査実施概要は以下の通りである。4,523 の資産管理会社および資産所有機関の上位の投資専門家に対して、e メールで 30 の質問を盛り込んだ調査票を送った。アンケートへの回答期間を 2016 年 1 月 18 日から同年 4 月 8 日までとしたところ、652 の回答を受け取った。それは 14.4% の回答率となる。回答者の統計情報として、先ず AUM (assets under management、管理下にある資産金額) により規模別に区分した。地域では、欧州、北米、アジア、その他と区分した。

図表 4 は、投資意思決定において ESG 情報を考慮するかしなないかを、理由とともに聞いた質問に対する回答である。先ず、全回答のうち 82.1% が考慮すると回答しており、それは組織の規模にほぼ関わりなく、大多数の投資機関が ESG 情報を投資意思決定の際に考慮している〔Serafeim et al. 2018 p.90〕ことを示している。また重要な発見として、投資意思決定において ESG 情報を考慮している投資家の間では、その過半数 (63.1%) が、ESG 情報は投資パフォーマンスにとって経済的に重要であるとの認識をもっている〔Serafeim et al. 2018 p.90〕ことがわかった。

図表 5 は、ESG 情報を使用する場合、投資意思決定の能力の制約となる要因を聞いたものである。この回答からは、ESG 情報を投資プロセスに統合する際、投資家が直面する最大の課題として、企業間の比較可能性の欠如と ESG 情報の報告基準の欠如があること〔Serafeim et al. 2018 p.92〕が示された。

図表4 投資意思決定における ESG 情報の考慮

投資意思決定におけるESG情報	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
質問: 投資の意思決定に際しESG情報を考慮するか?	全回答 (n = 419)	大規模	小規模	差異	US	欧州	差異
考慮する、なぜなら、	82.1%	85.9%	80.3%		75.2%	84.4%	
1. ESG情報は投資業績にとって重要であるから。	63.1%	60.3%	64.5%		55.7%	64.4%	
2. 顧客、ステークホルダーのESG情報需要の拡大。	33.1%	54.3%	22.4%	**	33.0%	39.3%	
3. ESG情報を活用する方針は、企業改革にとって有用であると考ええる。	32.6%	31.9%	32.9%		25.8%	40.7%	*
4. 投資生産戦略の一つであるから。	32.6%	43.1%	27.2%	**	47.4%	30.4%	**
5. 倫理的責任と考えるから。	32.6%	25.0%	36.4%	*	18.6%	40.7%	**
6. 近い将来に重要性が高まると考える。	31.7%	31.9%	31.6%		29.9%	37.0%	
7. 顧客からの正式な委任であるから。	25.0%	37.1%	18.9%	**	23.7%	30.4%	
考慮しない、なぜなら、	17.9%	14.1%	19.7%		24.8%	15.6%	
1. 顧客からそのような政策の要望はない。	26.7%	15.8%	30.4%		21.9%	24.0%	
2. 信頼性のある非財務情報を入手できない。	21.3%	21.1%	21.4%		18.8%	32.0%	
3. ESG情報は投資実績に重要ではない。	13.3%	5.3%	16.1%		21.9%	4.0%	*
4. ESG情報は企業改革に有用とは考えない。	12.0%	15.8%	10.7%		12.5%	16.0%	
5. 顧客に対する受託者責任に反すると考える。	12.0%	5.3%	14.3%		21.9%	8.0%	
6. 多様な投資ポートフォリオにおいて重要ではない。	10.7%	5.3%	12.5%		6.3%	16.0%	
7. ESG情報は投資業績に有害である。	4.0%	5.3%	3.6%		6.3%	4.0%	

出所：Serafeim et al. [2018] p.91, Table 2 を筆者和訳の上加筆修正。

図表5 ESG 情報統合への障害

ESG情報統合への障害	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
質問: 次の要因のうち、ESG情報を使用する場合、貴社の投資意思決定の能力を制限するものはどれですか?	全回答 (n = 419)	大規模	小規模	差異	US	欧州	差異
1. 比較可能性の欠如。	44.8%	49.2%	42.7%		45.8%	49.3%	
2. ESG情報の報告基準の欠如。	43.2%	51.6%	39.0%	*	42.1%	48.6%	
3. ESG情報を収集し分析するコスト。	40.5%	41.8%	39.8%		40.2%	45.0%	
4. ESG開示情報は一般的であり有用でない。	39.4%	45.1%	36.6%		42.1%	42.1%	
5. 定量的ESG情報の欠如。	37.8%	43.4%	33.0%		40.2%	40.0%	
6. 時系列比較可能性の欠如。	34.8%	38.5%	32.9%		38.3%	35.7%	
7. 企業によるESG情報の開示は頻繁でなく有用でない。	28.3%	27.9%	28.5%		31.8%	28.6%	
8. 情報の信頼性、監査・保証の欠如。	26.4%	46.7%	16.3%	**	31.8%	27.1%	
9. 情報の氾濫による重要度選定の難しさ。	16.6%	16.4%	16.7%		14.0%	20.0%	
10. ESG情報を参照しないように、顧客から委任されている。	1.4%	0.8%	1.6%		1.9%	1.4%	

出所：Serafeim et al. [2018] p.93, Table 3 を筆者和訳の上加筆修正。

### 2.3 まとめ

以上の2つの調査結果をまとめると、投資家は、人的資本情報などのESG情報が投資パフォーマンスにとって経済的に重要であるとの認識のもと、投資意思決定においてそれら非財務情報を考慮に入れている。しかしながら、現行のESG情報の開示状況については、必ずしも満足しているものではないことが明らかになった。それは、統一された報告基準がなく、企業間での比較可能性が限定的であること。また、定性的情報が主要なものとなっており、監査、保証などによる報告の信頼度に関する裏づけがないこと。これらが、投資家にとって、意思決定プロセスへのESG情報の統合を妨げている原因であることが示唆された。



### 3. 人的資本情報開示に関する GAAP setter の動向

前述の調査結果の考察からも導出された通り、企業の ESG 情報、すなわち非財務情報は市場での需要が高いのにも関わらず、十分な供給がなされていない状況である。ここでは、その状況に対応すべく主要な GAAP setter（企業会計原則の制定関連機関）による、人的資本情報の開示に関する動向を確認し、考察を加える。

#### 3.1 SEC Form 10K “Human capital disclosure” 人的資本情報開示の進捗

2019 年、米国 Security and Exchange Commission（米国証券取引委員会、以下 SEC）の Item 101(c) は、財務報告上の MD&A（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations；経営陣による財政状態および経営成績の検討と分析）における “Narrative description of business”（事業の記述的説明）についての規定である。そのうちの (1)(xiii) において、SEC は従業員総数の開示を要請している。人的資本に関する要請事項はこの部分のみである。この現行のルールを更新すべく、SEC は広くパブリックコメントを事業会社、アセットオーナー、アセットマネジャーへと求めた。

その結果を受けて、SEC は 2020 年 11 月付けで以下の 2 つの指針を公開（SEC HP, released 2020-192.）した。

- ・ 事業全体にとって重要な場合は、従業員の数とその人的資源の説明をする。また、特定のセグメントについてそれらが重要な場合は、そのセグメントを特定し説明する必要がある。
- ・ 事業全体にとって重要な場合は、従業員の育成、誘致、安全性、関与、維持に関連するものなど、SEC 登録者が事業の管理に重点を置く人的資本の措置または目的を説明する必要がある。

ここからも分かる通り、細則主義を基本に据える SEC においてはまれな例とも言える、原則的な指針の公布となった。これを受けて PwC（Pricewaterhouse Coopers）は、クライアント向けにその報告の流れを図表 6 の通り示した。

先ず範囲の設定として；

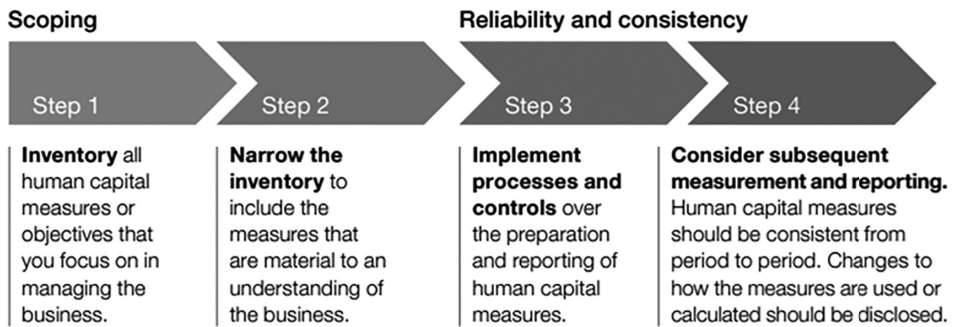
- ① 経営管理の観点から、焦点を当てるべき全ての人的資本の測定値または目的を棚卸しする。
- ② 棚卸しを、事業を理解するための測定値として重要なものに絞りこむ。
- ③ そして報告の信頼性と一貫性を担保するため；  
人的資本測定に関する準備と報告について、そのプロセスと管理を実施する。
- ④ その後の測定と報告を検討する。人的資本の測定は、期間ごとに一貫している必要がある。  
測定値の使用法または計算方法の変更は開示する。

以上の測定と開示に関する 4 つのステップと注意事項を公開〔PwC 2021〕した。

企業報告における人的資本情報開示の動向と展望

では、実際に SEC 登録企業が人的資本測定に関し、何を重要と判断し、どのような内容を開示したのだろうか。PwC は、今回の SEC の公布を受け、人的資本情報に関する開示を始めた企業の開示内容について調査した。図表 7 がその集計結果である。

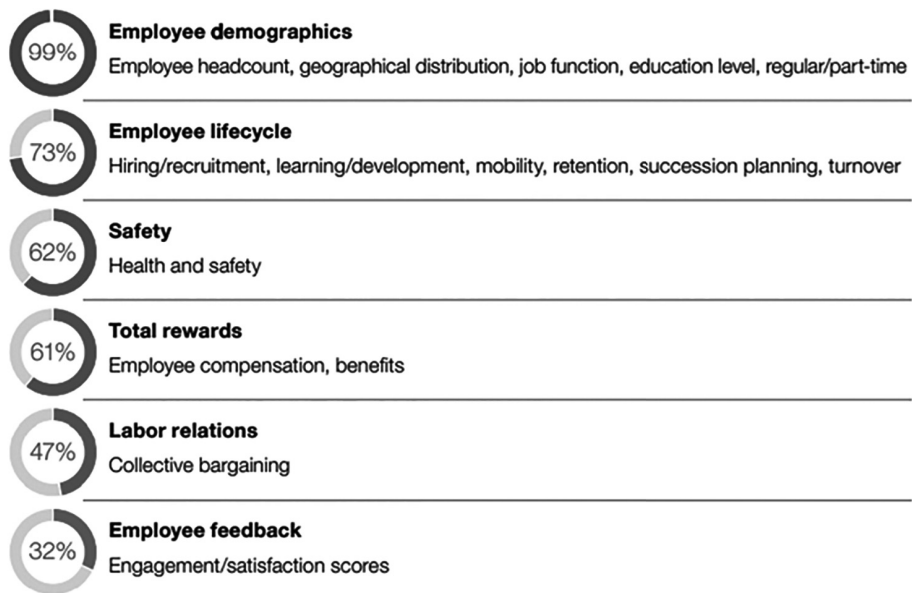
図表 6 SEC Form 10K “Human capital disclosure” による報告の流れ



出所：PwC [2021] , p.2.

図表 7 SEC Form 10K “Human capital disclosure” による報告の実績

Percent of 10-K filings that include\*:



\*Includes both quantitative and qualitative disclosures

出所：PwC [2021] , p.6.

### 3.2 IFRS® “MCP-Management commentary project” の進捗

国際会計基準審議会（International Accounting Standard Board、以下IASBと略す）は2020年後半の草案発表を目指して、新たなプロジェクトとして、国際会計基準（International Financial Reporting Standard、以下IFRSと略）Management commentary project（以下MCPと略）を開始した。図表8で示す通り、IASBは財務報告のうち財務、非財務両方の円が交わる記述式報告（ナラティブ）の部分を、幅広く、しかし拘束力のない基準としてthe Management Commentary Practice Statement〔MCPS；経営者による実務的な意見の表明、筆者邦訳、IFRS 2018 p.4〕を構築すべく議論の展開を始めた。これは、ビジネスモデルと戦略に焦点をあて、また企業の主要なリソースと無形資産を認識することで価値創造を長期的に見通し、財務報告全体でのマテリアリティが確定されるようにとの思考を起点としている。以下、このIFRSによるMCPについて、その進捗を確認し考察する。

2021年6月、IASBはIFRSのMCPに関する議論の草案として、図表9に示された6つの領域の情報をMCにて開示するべきと公表している。1つ目の領域は外部環境である。外部環境とは、他の4つの企業に関わる領域であるリスク、経営資源と事業との関連性、ビジネスモデル、事業戦略に影響を与えるものとして想定されている。ここではリスク及び経営資源については、内部要因、外部要因双方を含むものとし、それぞれ企業に内在するビジネスモデルと、企業戦略との関連性をもつ要因の開示を要求している。そしてそれら5つの領域の要因が、企業内のビジネスモデルと企業戦略を通してアウトプットされる。それが6つ目の領域として設定された財務実績と財務状態である。

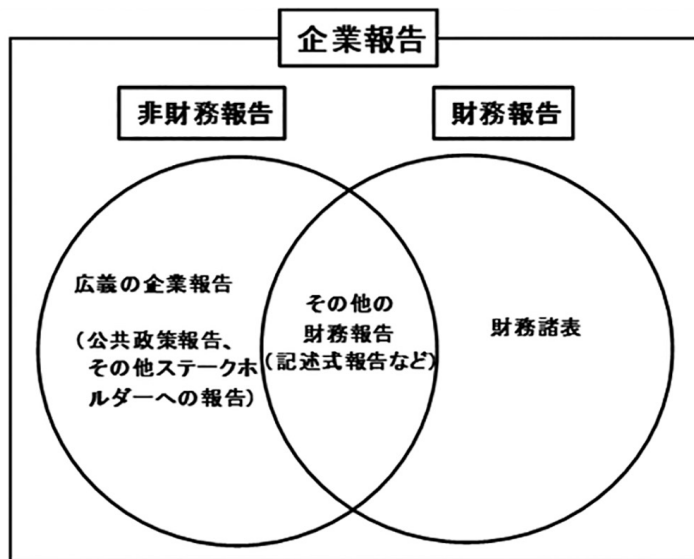
この草案の中では、経営資源の領域について、より詳細な内容が記されている。草案では企業の資源を「ビジネスモデルの継続と持続的な経営戦略に資する」〔IFRS® 2021 p.37〕と定義付けし、以下の6項目についてのナラティブによる開示が提案されている。

- ① 企業運営の場所とそこに関わる社会インフラ。
- ② 未使用の天然資源に対する権利。
- ③ 原材料または材料、取扱商品、
- ④ ノウハウや知的資本、顧客情報、ブランド、レピュテーションなどの無形の資源。
- ⑤ 人的資源。
- ⑥ 現金およびその他の財務財源。

このIASBのIFRS草案に対して、KPMGは、より実務的な見地から意見書を提出している。この意見書において、先ず「持続可能性」の定義づけを要求するとともに、MC上にビジネスモデル、無形資産、知的資源、人的資本などの企業価値の創造に関連する事項に、より重点を置く必要性が強調〔KPMG 2021 pp.1-2〕されている。そして、報告形態についてIASBがより原則主義に則った草案を公布したのに対し、より細則を盛り込んだ「IFRS

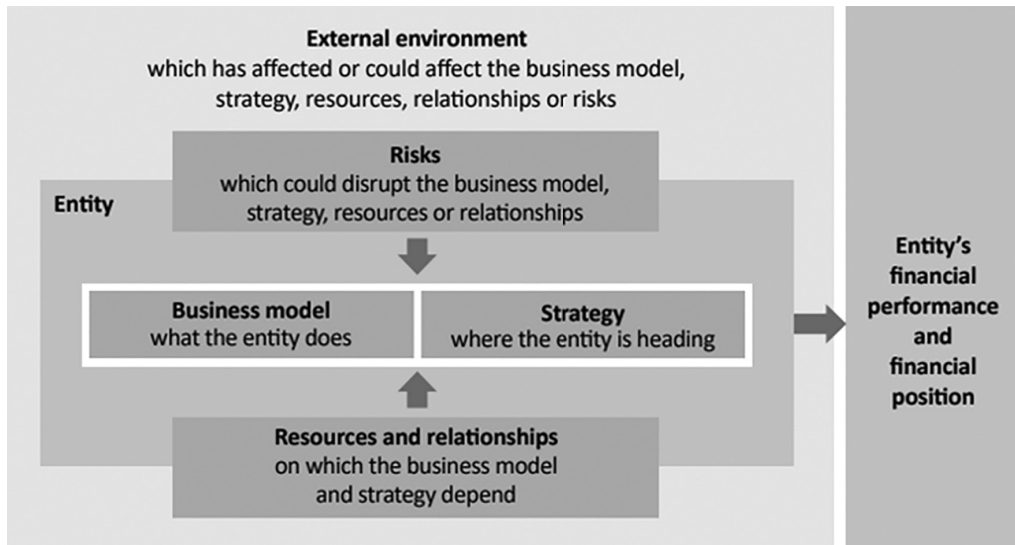
Sustainability Standards」を作成することが提案されている。提案内容として、IFRS の本来の目的である「投資家の利益」を考えることを基本とし、世界標準として幅広い範囲での意見収集を行うべきであるとしている。その上で、財務報告、非財務報告の形式の明確化を行い、ISSB との相互運用の実現など、経済分野での他の組織との協働を促す〔KPMG 2021 p.5〕必要性が強調されている。

図表8 企業報告における財務報告と非財務報告の関係



出所：IFRS® HP〔2018〕p.3, fig. Scope of the Board's interest をもとに、筆者和訳のうえ加筆修正。

図表9 MCに記載すべき6つの領域とその関連性



出所：IFRS®〔2021a〕p.7, Figure-1.

### 3.3 プライム市場移行に際するコーポレートガバナンス・コードの改定

2022年4月、東京証券取引所（以下JPXと略）はそれまでの第一部、第二部、JASDAQスタンダード、JASDAQグロース、マザーズから、新市場となるプライム、スタンダード、グロース各市場へ移行した。それにともない、コーポレートガバナンス・コード（以下CGCと略）に関しても改定が行われ、「より高水準」〔JPX 2021a p.3〕の内容の開示が求められることとなった。

CGCは、金融庁監督のもとJPXにより同上場企業を対象に制定されたものであり、対象企業はその規定に従い適切な開示をすることを義務付けられている。開示内容は3つの階層に分かれている。

- ① 5つの基本原則：ガバナンスの充実により実現すべき普遍的な理念・目標を示した規範。
- ② 31の原則：基本原則を実現するために一般的に留意・検討されるべき事項。
- ③ 47の補充原則：上場会社各社において採用が検討されるべきベスト・プラクティス（JPX, 2021b, p.4-6）。

図表10は前述の市場の移行と、それに伴うCGC開示義務の範囲の改定を示したものである。ここからも分かる通り、以前は原則と補充原則に関する開示が、市場第一部と第二部にのみ要求されていたのに対し、今回の改定により、3分割された市場の内のプライム、スタ

## 企業報告における人的資本情報開示の動向と展望

ンダードの2市場に適用となった。また、今回16の原則が改定され、うち4つの原則において、開示項目が追加されている。それが前述の「より高水準」な内容の開示である。以下に、今回追加された開示項目である4つの補充原則について見てみたい。

今回追加された4つの補充原則は以下の通りである。

- ・補充原則2-4①：社内の多様性確保。
- ・補充原則3-1③：サステナビリティについての取組み。
- ・補充原則4-10①：指名委員会・報酬委員会。
- ・補充原則4-11①：取締役会の実効性確保。(JPX, 2021b, pp.7-8)

ここでは本稿と関連するものとして、補充原則2-4①と3-1③を取りあげる。

まず補充原則2-4①の社内の多様性確保を見てみる。女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべき〔JPX 2021b p.7〕とある。ここでは、人材の多様性に関する企業の思考から、方針、社内環境および定量的な目標とその進捗の開示が求められている。すなわち、多様性確保に向けたインプットからアウトプット・アウトカムまで、一連の流れの開示が求められることとなった。

次に補充原則3-1③：サステナビリティについての取組みについて見る。まず、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とされている。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〔JPX 2021b p.7〕と追加されている。ここでは、企業の持続可能性への取組みに関して、人的資本、知的財産への投資を包含し、かつ経営戦略や企業の課題との整合性を示したうえで、より根拠のある開示が求められている。

図表 10 市場の移行とそれに伴う CGC 開示義務の範囲の改定

現在	対象			2022年 4月4日以降	対象		
	基本原則	原則	補充原則		基本原則	原則	補充原則
市場第一部	○	○	○	プライム市場	○	○ +	○ +
市場第二部	○	○	○			より高水準	より高水準
JASDAQ スタンダード (※)	○	-	-	スタンダード 市場	○	○	○
マザーズ	○	-	-	グロース市場	○	-	-
JASDAQ グロース	○	-	-				

出所：JPX〔2021b〕, p.3. 点線枠部分は強調のための筆者による加筆

### 3.4 まとめ

本章では、マイクロ会計に位置する企業会計の現状を見てみた、今回は主要な GAAP setter として SEC、IASB および、日本において金融庁の監督下にある JPX の最新の動向を、人的資本に関わる部分を取り出して確認した。調査結果として、人的資本情報の開示に関する細則の設定が難航していること。対して実務的には会計事務所を中心に、細則に関する要望をまとめている動向が確認された。

引き続き、次章においては、人的資本情報の測定と開示に関する企業の動向を確認する。

## 4. 人的資本情報開示に関する企業の動向

企業による非財務報告としての情報開示が一般化されつつある。非財務報告とは、その非財務情報の外部報告のことである〔Eccles, R. and Kruz M. 2010 p.82-84；花堂監訳 2012 pp.74-75〕。

非財務報告については、IIRC（International Integrated Reporting Committee：国際統合報告評議会）の働きかけにより、統合報告という形で開示している企業が日本でも増えている。KPMG ジャパンの調査〔2022〕によると、日経 225 社のうち、2021 年現在で統合報告書を発行する企業は 81% に達しており、現在も増加傾向にある。また、リーマンショック後の人的資本主義の機運の高まりとともに、報告可能な人的資本の規格を開発する動きが活発化した。それを受けて、2018 年 12 月には ISO（International Organization for Standardization：国際標準化機構）より人的資本報告の国際規格となる ISO30414 が発行された。

本章では、IIRC の統合報告書及び ISO30414 に準拠した非財務報告を発行している事例を取りあげ考察する。

#### 4.1 エーザイ株式会社の事例

まず、エーザイ株式会社（以下、エーザイと略）の「統合報告書」を取りあげる。ここでエーザイの統合報告書を取りあげた理由は、一つには人的資本情報のみを報告書として開示している事例が、筆者が検索した範囲では日本には存在せず、その状況下で同社統合報告書が非財務資本の中核として人的資本を取りあげているためである。そしてもう一つは、同社の専務執行役 CFO である柳の過去の研究成果に由来する。柳〔2015, 2016, 2017〕では、株主価値のうち、株主資本簿価（BV）を超える部分を市場付加価値（MVA）とした。株主価値は、株主資本簿価（BV）とそれを超える MVA の和で、PBRL0 倍を超える部分が ESG の価値と関係しており、「非財務資本」関連と捉えられる〔エーザイ 2021 p.52〕としている。図 6 は、以上の説明を図式化したものである。そして MVA の部分について、3つのモデルを構築し、それらモデルによる説明を試みている。それぞれのモデルの概要は以下の通りである。

##### ① Intrinsic Value モデル

$MVA = PBR \text{ 1 倍超の部分} = \text{非財務資本関連 (インタンジブルズ)} = \text{「組織の価値」} + \text{「人の価値」} + \text{「顧客の価値」} + \text{「ESG / CSR の価値 (資本コスト低減効果)」}$ 。

##### ② IIRC - PBR モデル

株主価値 = 長期的な時価総額 = 株主資本簿価 (BV) + MVA

$BV = PBR \text{ 1 倍以内の部分} = \text{「財務資本」}$

$MVA = PBR \text{ 1 倍超の部分} = \text{非財務資本関連 (インタンジブルズ)}$

= 「知的資本」 + 「人的資本」 + 「製造資本」 + 「社会・関係資本」 + 「自然資本」 (= 遅延して将来の「財務資本」に転換されるもの = 自己創設のれん)。

##### ③ 残余利益モデル

$MVA = PBR \text{ 1 倍超の部分} = \text{エクイティ・スプレッド (ROE - 株主資本コスト) の金額 (残余利益) 流列の現在価値の総和}$ 〔柳他 2017 p.6〕。

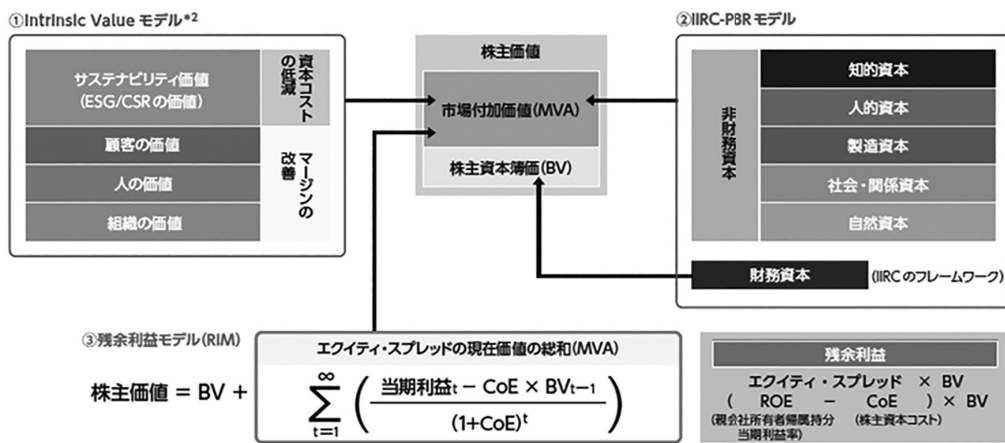
「エーザイ統合報告書 2020」においては、総ページ数 93 のうち、実に 28 ページをもって非財務による MVA の情報を開示している。前述の柳ら (2015, 2017) における 3つのモデルによる MVA の説明などに加え、それら 3つのモデルを相互補完的な「非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル」と位置づけ、「ROESG」モデルとして開示している (図表 1 1 参照)。PBRL0 倍を超える部分は ESG の付加価値を投資家が認めたものであり、将来の超長期の ROE の流列に収斂する (エーザイ, 2021, p.53) とし、この均衡をショートターミズムが破壊〔エーザイ 2021 p.53〕することの危惧を表明している。例として、短期的に過度に人件費や研究開発費を削り、過度の自社株買いを行うという手法は、長期の持続可能性を損なうことをあげ、長期的な視点に立って研究開発を進め、人財にも投資し、10年平均の ROE を意識した長期の ROE を成長させる ROESG 経営を推しすすめる方針〔エーザイ 2021 p.53〕



であることを表明している。

このように、現行では定性的情報に頼らざるを得ない非財務資本への投資と企業価値の相関関係について、財務、非財務情報を統合、分析することで、より定量化して開示する試みがなされている。

図表 11 非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル



出所：エーザイ [2021] , p.53。

#### 4.2 ドイツ銀行の事例

ドイツ銀行は、フランクフルト証券取引所と、ニューヨーク証券取引所に上場している市中銀行であり、ドイツ株価指数 (DAX) 30 銘柄の一つである。ドイツ銀行の「人的資源報告書」の事例選択の理由は、本稿執筆段階においてさまざまな検索を試みるものの、人的資源または人的資本を単独で扱った報告書が、日本語と英語の範囲においては他にないためである。

同行は、2013 年度年次報告以降、Human Resources Report「人的資源報告書」として個別の報告書が発行されるようになった。2013 年度人的資源報告書の説明によると、この報告書では、人事に関連する事項が、同行がグローバル企業として押しすすめる戦略をいかにサポートするのか、またどのように人事政策がそのコンポーネントとして機能しているかを説明するためのもの〔Deutsche Bank 2014 p.6〕としている。

ここでは、2021 年度の人的資源報告書をもとに考察する。なお、2019 年度報告書以降、同報告書は ISO30414 に準拠したものとなっている。

まず、冒頭で同行 CEO のコメントが掲載されている。ここでは、「変革から持続可能な成

長への転換をどれだけ成功させるかは、多様な才能の成長と発展に大きく依存します。私たちは、協働、リーダー育成、教育訓練の方法を改善することに重点を置いており、これには慎重な人的資源管理が必要です。」〔Deutsch Bank 2022 p.2、筆者和訳〕との人的資源管理に関するビジョンが示されている。続いて、以下の4点が、戦略に落とし込んだものとして記載されている。

- ① 労働力の最適化: 適切な人材を適切なタイミングで適切な役割に配置する。
- ② 未来のリーダー: インスピレーションを与え、力を与え、正しい行動の模範となるリーダーを育成する。
- ③ 従業員の能力強化: 多様な人材の採用、定着、成長。
- ④ 安全な銀行: 説明責任の強化。

次の部分では、同行の人的資源に関する現状、例えば従業員の男女比率や従業員回転率などが、イラストと数値によりわかりやすく示されている。事実関係のみを強調して説明している。それは Our workforce at a glance (私たちの労働力一覧、筆者和訳)〔Deutsche Bank 2022 p.7〕として1ページに収められており、以後に報告する内容の根拠となるべく現状を、数値で示すものである。

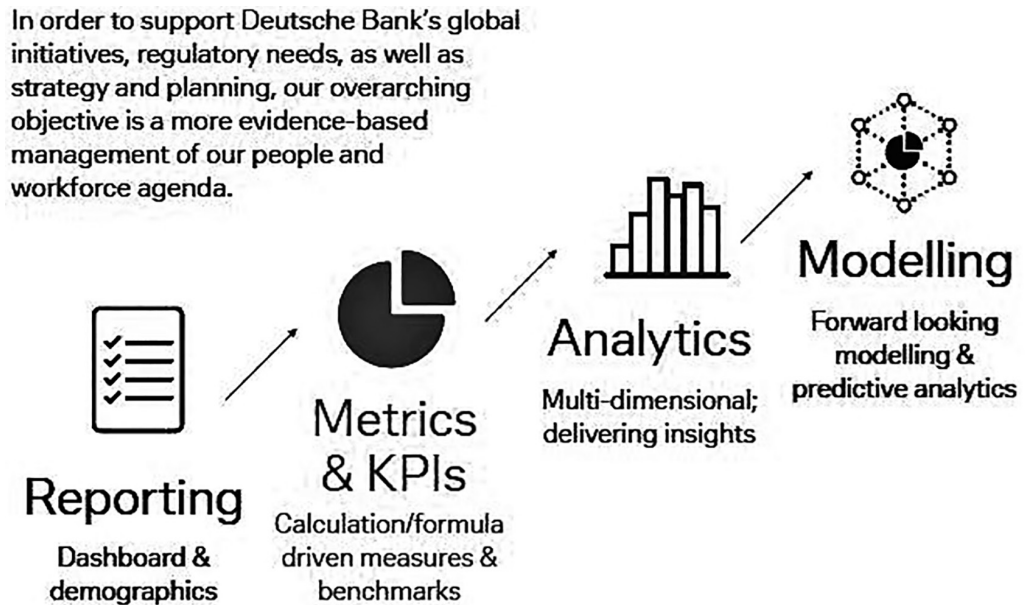
報告内容の一例として、多様な人材に関する部分を取りあげる。まず担当役員によるコメントとして、人的資源の多様性が企業に創造性と組織文化の醸成をもたらす〔Deutsche Bank 2022 p.30〕との見解が示されている。続いて、2021年度末における女性役員比率を数値として記載している。その上で、「35 by 25 Ambition」すなわち、2025年までには女性役員比率を35%まで引き上げるとの明確な定量的目標があげられており、その重要性和施策をコメントとして記されている。

ドイツ銀行の人的資源報告書は、グローバルなイニシアチブ、規制のニーズ、戦略と計画をサポートするために、将来の包括的な目標は、より証拠に基づいた従業員と労働力のアジェンダの管理である〔Deutsche Bank 2020 p.13、筆者和訳〕との思想のもと、Reporting to modelling (報告から造形へ、筆者和訳)の流れをもたせている(図表12参照)。まず報告する内容をリストアップし、章立てとして細分化する。各章においてさらに議題を分け、それぞれに結果の数値をKPI、法的要件などと比較し評価する。そしてそれら数値のもつ意味をナラティブで分析、説明した上で、将来像を造形するという流れである。前項で分析した女性活躍の部分においても、その一連の流れが確認できた。

経営陣によるリーダーシップとガバナンス・コントロールを根底に、より証拠に基づいた従業員と労働力のアジェンダの管理を遂行することで、将来の包括的な目標が達成される。その一連の流れをKPIなどの指標を定量的に分析し、数字の意味を定性的なナラティブで表現する。ドイツ銀行の人的資源報告書は、重要課題へのフォーカス、実務における実用性、

目的適合性、根拠に基づく信頼性と有効性、透明性をもって人的資源を報告する一例であると言える。

図表 12 Reporting to modelling (報告から造形へ、筆者和訳)



出所：Deutsch Bank [2022] p.8.

#### 4.3 まとめ

エーザイの統合報告書 2020 では、非財務資本への投資と企業価値の相関関係について、財務、非財務情報を統合、分析することで、より定量化して開示する試みの事例として、多くの示唆が得られた。特に非財務資本と PBR (BV + MVA) との相関関係を定量的に分析し、より根拠に基づく情報の把握と開示を可能にしている。すなわち、非財務資本による長期的企業価値の顕在化を、より定量的に測定し開示する試みである。

また、ドイツ銀行の人的資源報告書は、ストーリー性を重視したものである。はじめに、企業戦略をトップのメッセージとして伝える。そして数値目標を明確に示し、その目標へ向かっての人事政策を示すかたちで、報告のストーリーを展開してゆく。開示指標についても、ISO30414 に添った形態で、3年間の比較、セグメント別の表示、指標とナラティブの組み合わせなど、読み手に対して理解を容易にするように設計されている。

## 5. 結論と今後の課題

企業が行う人的資本への支出は、資産として財務計上されるのではなく、支出し、消費した時点での費用として認識されるのが現行の財務会計である。ヨーロッパにおけるプロサッカーチームの事例、すなわち一般的に言われる選手の移籍金、正式には選手登録料が財務諸表に資産計上される事例がある。池田「2020」によると、これは選手と組織の間で交わされるプロフェッショナル契約の強制力に所以するものであり、一般事業会社においては、会計原則による資産計上の条件の一つ、「支配」についての要件が満たされないため、そのスキームを援用できる可能性は限定的と言わざるを得ない。

また、人的資本への投資は有形固定資産への投資と異なり、そのアウトプット・アウトカムの見積りが困難な点も考えられる。例えば機械への投資では、その機械の性能をもとに生産能力を割り出し、収益を予測することは一般的になされている。対して人的資本への投資は、アウトプットとして直接収益に結びつくものばかりではなく、アウトカムとして企業の他の無形資産に影響を与え、結果として企業価値創造へと結びつくことも考えられる。ここに、人的資本への投資をインプットと位置づけ、企業のビジョン、戦略、リーダーシップ、ガバナンスなどの組織内の要因との関連性を裏づけし、企業の価値創造へのストーリーとして開示するという、ドイツ銀行の事例の目的適合性が見いだせる。

以上の考察から、本研究の RQ に対する結論をまとめる。

RQ1：企業の人的資本投資に関する情報の供給は、市場の需要を満たしているのだろうか。

投資家は、人的資本情報を中核とする ESG 情報が投資パフォーマンスにとって経済的に重要であるとの認識し、投資意思決定においてそれら非財務情報を考慮に入れている。しかしながら、現行の ESG 情報の開示状況については、必ずしも満足しているものではないことが明らかになった。また、GAAP setter の動向からも、その問題意識を共有していることが理解できる。企業においても、人的資本への投資による企業価値創造についての情報を、統合報告などによる任意の非財務報告として開示する傾向が高まっている。以上の考察をまとめると、現状としては、人的資本情報の開示は、制度として不十分であり、市場の需要は満たされていないものと考えられる。

RQ2：会計制度としての人的資本投資に関する情報開示は、どのような方向性で進んでいるのだろうか。

人的資本投資に関する情報開示は、企業が任意の非財務報告という形態で行う傾向が進んでいる。ここでは、貨幣性・非貨幣性の定量的なデータを重視しつつ、定量的な情報（ナラティブ）を相互補完的に使用し、企業価値創造へのストーリーとして情報の蓋然性を高めている。事例研究からは、人的資本への投資をインプットと位置づけ、企業のビジョン、戦略、リーダーシップ、ガバナンスなどの組織内の要因との関連性を裏づけし、最終的に企業の価値創造を

ストーリーとして展開し、開示している傾向が読み取れた。また、各 GAAP setter の動向からも考察されたように、貨幣的な数値の財務計上ではなく、定量的データとナラティブを組み合わせた情報を、経営陣が発するストーリーとして開示する方向性が確認できた。

以上の結論を踏まえ、人的資本投資に関する情報開示についての、現行の問題点を導出する。一つ目は、統一された報告基準がなく、よって企業間での比較可能性が限定的であること。これは、今回行った2つの事例研究からも考察される問題点である。二つ目は、定量的データとともにナラティブな情報が含まれており、且つ任意の報告であるため、会計士などによる監査、保証など、報告の信頼度に関する裏づけがないことである。事例として取り上げたエーザイは IIRC に準拠した報告であり、一方ドイツ銀行は ISO30414 に準拠したものである。よって、それぞれが単独では基準に添った、優れた報告書であったとしても、両者を比較することは難しい。このように、比較可能性を持たせるためには、現在、GAAP setter はじめ、IIRC、ISO などがそれぞれに行っているガイドライン、または基準を標準化することの必要が示唆される。また、標準化と合わせ、会計士または第三者による保証についても、その体制とスキームを設定する必要がある。以上2点が、本研究により導出された課題である。

この2点の課題、すなわち標準化と保証を併せて考慮すると、前述の GAAP setter による制度化が、その解決の近道であり合理的であると考えられる。ただしそこには、IIRC や ISO がガイドライン化しているような詳細な情報と定性的・定量的両情報を組み合わせた蓋然性の高い、また企業価値との整合性がある開示内容の設定が要求されるものと考えられる。この部分については、本研究においても今後の課題として研究を継続したい。

## おわりに

企業による人的資本への投資は、企業価値の向上を通して継続事業体としての持続可能性を強化する。この認識は、投資家、企業、GAAP setter において共有されているものであることが、本研究から明らかとなった。企業の持続的価値創造を通して、経済全体に好影響を及ぼし、持続可能な経済の構築に貢献することが、新しい資本主義において想定されている好循環であるならば、企業による人的資本への投資は、その始点における重要な要因と言えるのではないだろうか。

人的資本への投資を通して包括的な資本主義を構築するためには、ミクロ経済に位置する問題点、すなわち本研究において導出された開示基準の標準化と、報告書の保証体制について、その制度と体制の構築が急がれる。企業と投資家双方が納得できる、最適化された開示制度と保証体制の設定に向け、産官学が協働し議論を加速する必要性がここに示唆される。

(end)

参考文献

- 池田安生：人的資源財務会計：プロスポーツ組織における事例から、横浜国際社会科学研究所、24 (4)、2020、pp.431-450
- 池田安生：企業報告における人的資源情報の開示に関する研究、横浜国立大学、2021
- エーザイ：統合報告書 2019、エーザイ株式会社、2020
- エーザイ：統合報告書 2020、エーザイ株式会社、2021
- (一社) HR テクノロジーコンソーシアム：経営戦略としての人的資本開示、日本能率協会マネジメントセンター、2022
- 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～、持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会編、2020
- 大和総研：ESG 投資において注目される人的資本、人的資本・健康経営シリーズ②、2021
- (株) 東京証券取引所 -JPX：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～」JPX 東京証券取引所、2021a
- (株) 東京証券取引所 -JPX：コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応、JPX 東京証券取引所、2021b
- (株) 東京証券取引所 -JPX：コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う有価証券上場規程等の一部改正新旧対照表、JPX 東京証券取引所、2021c
- (独) 年金積立金管理運用独立行政法人 - GPIF：「2020 年度 ESG 活動報告」GPIF、2021
- 宮川努・滝澤美帆：日本の人的資本投資について - 人的資源価値の計測と生産性との関係を中心として -、RIETI (独立行政法人経済産業研究所)、Policy Discussion Paper Series 22-P-010、2022
- 柳良平、目野博之、吉野貴晶：エクイティ・スプレッドと価値創造に係る一考察、月刊資本市場、7(359)、2015、pp.24-33
- 柳良平、目野博之、吉野貴晶：非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの考察、月刊資本市場、11 (375)、2016、pp.4-13
- 柳良平、吉野貴晶：人的資本・知的資本と企業価値 (PBR) の関係性の考察、月間資本市場、11 (386)、2017、pp.4-13
- 柳良平、吉野貴晶：日本企業の価値創造に係る資本市場の視座 -2020 年グローバル投資家サーベイ結果 -、月間資本市場、6 (418)、2020、pp.16-26
- (独) 労働政策研究・研修機構：企業の人的資産情報の「見える化」に関する研究、JILPT 調査シリーズ No.185、2018
- Deutsche Bank：Human Resources Report 2013, Deutsche Bank, 2014
- Deutsche Bank：Human Resources Report 2019, Deutsche Bank, 2020

- Deutsche Bank : Human Resources Report 2021, Deutsche Bank, 2022
- Eccles, R. G. and M. P. Krzus : *One report: Integrated reporting for a sustainable strategy*, John Wiley & Sons, 2010 (花堂靖仁監訳 : ワンレポート、東洋経済新報社、2012).
- IFRS® : IFRS16, ©IFRS Foundation, 2016
- IFRS® : Management Commentary, IFRS® Practice Statement Exposure Draft ED/2021/6, 2021a
- IFRS® : 経営者による説明、IFRS® 実務記述書公開草案 ED/2021/6 結論の根拠, 2021b
- KPMG International, Ltd. : Exposure Draft on Proposed Targeted Amendments to the IFRS Foundation Constitution' A published questionnaire addressed to IFRS Foundation, 2021
- KPMG ジャパン : 日本企業の企業報告に関する調査 2021 : KPMG ジャパン、2022
- PwC-Pricewaterhouse Coopers : New human capital disclosure rules: Getting your company Ready, PwC IN THE LOOP, 2021
- SEC-Security and Exchange Commission : Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105", Release Nos. 33-10668; 34-86614; File No. S7-11-19, 2019
- Serafeim, G. and Amel-Zadeh, A. : Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey, *Financial Analysts Journal*, 74(3), 2018, pp.87-103
- Serafeim, G., Zochowski, T.R. and Downing. J. : *Impact-Weighted Financial Accounting: The Missing Piece for an Impact Economy*, Harvard Business School, 2019
- Ulrich, D. and Smallwood, N. : *Why the bottom line isn't. How to build value through people and organization*. Wiley; 1 edition, 2003 (伊藤邦雄監訳 : 『インタンジブル経営』, ランダムハウス講談社、2004)

#### 参考 URL

- 共同 JBN 0559, AsiaNet 56825 HP : 「包摂的な資本主義をめざす世界会議が政財界の有力者を集めて開催、2014年5月26日付、<https://kyodonewsprwire.jp/release/201405260838>, 最終アクセス日 2022年9月7日
- 首相官邸 HP : 未来を切り拓く「新しい資本主義」－成長と分配の好循環－、2022、[https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seisaku\\_kishida/newcapitalism.html](https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seisaku_kishida/newcapitalism.html)、最終アクセス日 2022年9月7日
- 政府広報オンライン HP : 新しい資本主義の実現に向けて、2022、<https://www.gov-online.go.jp/tokusyuu/newcapitalism/>、最終アクセス日 2022年9月7日
- Financial Accounting Standard Board, FASB HP : <http://www.fasb.org/summary/stsum141.shtml>、最終アクセス日 2022年9月7日

企業報告における人的資本情報開示の動向と展望

IFRS® HP : Introduction to the management commentary, March 2018,

<https://www.ifrs.org/-/media/project/management-commentary/supporting-material/introduction-to-the-management-commentary.pdf>, 最終アクセス日 2022 年 9 月 7 日

Ocean Tomo LLC HP : Intangible asset market value study, 2022

<https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>, 最終アクセス日 2022 年 9 月 7 日

SEC HP : SEC Adopts Rule Amendments to Modernize Disclosures of Business, Legal Proceedings, and Risk Factors Under Regulation S-K, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-192>, 最終アクセス日 2022 年 9 月 7 日

SEC HP : Working group on Human Capital Accounting Disclosure, petition for rulemaking,

<https://www.sec.gov/rules/petitions/2022/petn4-787.pdf>, 最終アクセス日 2022 年 9 月 7 日