

人的資本をめぐる動向と主要国比較調査



一橋大学経営管理研究科 教授

円谷 昭一

1. コーポレートガバナンス・コードと人的資本

人的資本（human capital）への注目が高まってきている。2021年6月に再改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）に「人的資本」という言葉がはじめて登場したことがその直接的な契機だと思われるが、欧米でも人的資本の開示を求める動きが活発化してきており、日本でも経済

産業省などの研究会で議論が進められている。本稿ではこうした人的資本に関するさまざまな動きをまずは概説し、その後にそもそも人的資本とは何かについて私見を述べる。そのうえで日米および他の主要国の人的資本の開示状況の調査結果を報告する。

再改訂されたCGコードでは3つの原則・補充原則の中で人的資本という用語が用いられている。まず、経営戦略に関する補充原則3-1③、次に取締役会によるサステナビリティ方針の策定に関する補充原則4-2②、最後に経営戦略や経営計画の策定・公表に関する原則5-2である。CGコードの再改訂作業において次節で述べる欧米の動向が影響を与えたと考えているが^{（注1）}、これらの3つの原則・補充原則がすべて経営戦略や経営計画に関するものであることから、以下のような問題意識が背後にあったのではないかと推察される。

日本企業が公表する経営計画（中期経営計

〈目 次〉

1. コーポレートガバナンス・コードと人的資本
2. 人的資本をめぐる潮流
3. 人的資本とは何か
4. 人的資本の開示状況
5. 主要国企業の開示状況
6. 今後の展望

画など)の多くでは、計画が進捗するにつれて加速度的に業績が向上する、いわゆるホッケースティック型の計画概要のスライドをよく目にする。しかしながら結果的には「外部環境が想定以上に悪化した」といった理由で、計画が未達で終わることも少なくない。つまり、単に経営計画を描くのではなく、「その計画を実行できる人材はいるんですか？」という点まで目配りしながら計画の達成可能性を評価していく必要がある。中期経営計画における事業ポートフォリオの組み替えについても、資産の組み替え計画についてですら開示はまだ少ない中で、「人材の再配置はどうするんですか？」という問いを企業も投資家も避けて通ってきた感がある。これらが中期経営計画の未達や事業ポートフォリオの組み替えの問題点として徐々に浮き彫りとなってきたのではなからうか。

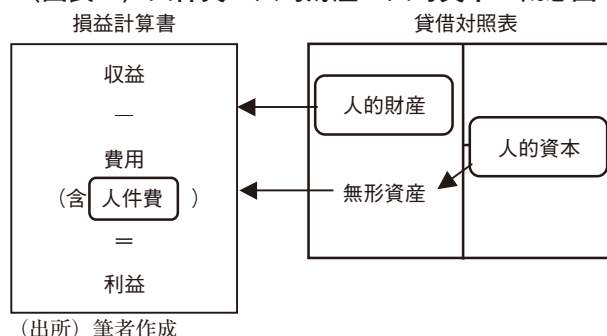
また、とりわけ東証の市場再編によって設けられるプライム市場ではTCFDやサステナビリティへの対応がより求められるようになるが、「それに対応できる人材は育成しているのですか?」「もしいるのであれば開示してください」というように、企業が直面するあらたな課題に対応ができる人材が育成されているのかどうか問われ始めている。CGコードが目指していることは“中長期での成長”にあるので、それに紐づけながら人的資本に関する考え方や現状の開示を求めていくということが、今回のCGコード改訂に人的資本が明記された背景の1つではないかと思われる。

■ 2. 人的資本をめぐる潮流

人的資本については2020年9月に「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会～人材版伊藤レポート～」の最終報告書が公表されている。今は経済産業省の2つの研究会で議論が進められている。伊藤邦雄・一橋大学 CFO 教育研究センター長が座長を務める「人的資本経営の実現に向けた検討会」と北川哲雄・青山学院大学名誉教授が座長を務める「非財務情報の開示指針研究会」(以下、開示指針研究会)である。開示指針研究会は第3回(2021年9月1日)研究会で人的資本に焦点を絞った議論がなされており、中間報告(同11月12日)にも人的資本に関する開示の考え方が示されている。

海外に目を向けると欧米での動きが活発化してきている。人的資本をめぐる欧米の基準設定団体等の動向については開示指針研究会の第3回研究会資料や西山[2021]を参照して欲しいが、大きな動きとしては2018年12月のISO30414「人的財産マネジメントー内部・外部向け人的資本報告のガイドライン」が公表されており、米国証券取引委員会(SEC)による規則S-Kの改正(2020年8月)、欧州委員会の非財務情報開示指令の改正案の公表(2021年4月)など人的資本に関する開示の改正が近年続いている。SECによる規則S-Kの改正では、Item101、103、105の現代化改正が実施されている。そのうちItem101(c)

(図表1) 人件費・人的財産・人的資本の概念図



において、(報告書提出者の) ビジネスの理解にとって重要となるであろう人的資本財産 (human capital resources) の開示が必要な場合にはそれを開示すること、が求められている。この改正は2020年11月9日に施行されており、この日以降の提出書類に適用されている。

3. 人的資本とは何か

規則S-K Item101 (c) ではhuman capital resourcesという用語が用いられているが、人的資本 (human capital) と人的財産・人的資産 (human resource) という2つの用語が実務や諸基準では使われており、その違いは必ずしも明確ではない。CGコードでは人的資本と呼んでいるが、企業ではCHRO (Chief Human Resource Officer) という役職を置いていることはあってもCHCO (Chief Human Capital Officer) という役職は筆者はいまだ聞いたことがない。前節で紹介した経済産業省の2つの研究会および人材版伊藤レポートでも人的資本と人的財産の定義や両者の違いに

については議論されていないようである。人的資本と人的財産、さらには人件費・労務費との関係を損益計算書と貸借対照表に依拠しながら筆者なりに整理したものが図表1である。

まず人件費は損益計算書の費用項目である。大学では各種プロジェクトが厳格な単年度予算のもとで進められており、プロジェクトのスタッフが期中で退職した場合には「退職者の人件費〇〇万円が余っておりますので年度末までに予算の執行をお願いします」といったメールが来ることがある。このように人材 (従業員) を費用として見ているのが人件費である。次に資産 (貸借対照表の借方) としての見方が人的財産である。討議資料「財務会計の概念フレームワーク」(企業会計基準委員会、2006年12月) では「資産とは、過去の取引または事象の結果として、報告主体が支配している経済的資源をいう」(15頁) と定義されている。つまり従業員は経済的資源であり、それらを活用することで収益の拡大や費用の削減を通じて利益が獲得されるのである。最後に、人的資本は貸借対照表の貸

(図表2) 人的資本をめぐる論点の構造 (イメージ)

開示項目の例																	
育成		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	
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	育児休暇	安全	身体的健康	精神的健康	エンゲージメント	労働慣行	児童労働/強制労働	賃金の公正性	福利厚生	組合との関係

「価値向上」の観点

「リスクマネジメント」の観点

(出所) 経済産業省「非財務情報の開示指針研究会」第3回資料より抜粋

方の考え方だと筆者は考えている。他人資本（負債）か自己資本（純資産）かという議論はここでは行わないが、人的資本を貸方、つまり経済的資源の調達源泉だと考えるのである。人的資本を貸方だと考えると、それと対になる借方の資産は何になるであろう。それは無形資産だと考えられる。つまり、従業員は資本であり、この資本によって無形資産が創造される。その無形資産を梃子とした収益の拡大や費用の削減を通じて利益が獲得されるのである。したがって、人的財産という考え方においては従業員がいかに収益拡大・費用削減に貢献するかが主眼となり、人的資本という考え方においては従業員がいかに無形資産を生み出すかが主眼となるであろう。次節で日米企業の開示比較を行うが、日本企業はどちらかというと人的財産という発想での開示を、米国企業では人的資本という発想での開示を行っているようである。

ただし、上記の整理は筆者の試案の域を出ておらず、人的財産や人的資本、さらには人権といった用語の定義やそれぞれの違いについての理論研究の蓄積が、今後の実務での混乱を防ぐという意味でも待たれている。

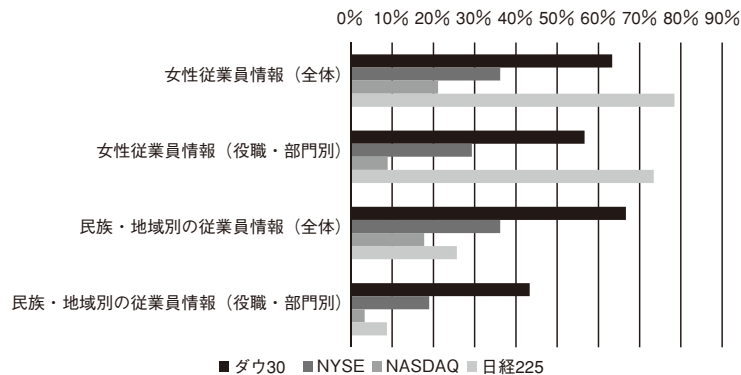
4. 人的資本の開示状況

(1) 調査方法とサンプル

人的資本の開示充実は各国ともにまだ途に就いたばかりであり、どのような定性・定量情報を開示していくかはこれからの課題となっている。しかしながら、現状でどのような開示がなされているかを把握しておくことは今後を考えるうえでも重要であろう。そこで円谷研究室では日米企業を中心に各国主要企業の人的資本開示の調査を行った^(注2)。

調査対象は2021年9月時点での各社の開示資料であり、日本企業は日経225採用企業の統合報告書やサステナビリティ報告書などを中心に225社の資料を調査した^(注3)。米国企業はダウ30企業をまずは調査したが、ダウ30企業は極めて開示が充実しているためニューヨーク証券取引所(NYSE)およびNASDAQ全体に調査対象を広げた^(注4)。ただし、NYSEおよびNASDAQは全上場会社を時価総額順に上位から下位まで並べ、20の倍数番目の企業、つまり、時価総額順で20番目、40番目、60番目…というようにサン

(図表3) ダイバーシティ開示の日米比較



(出所) 円谷研究室

ルを絞り込んで調査を実施した。したがって、サンプルの数は米国上場会社の1/20にとどまるが、規模(時価総額)ではサンプルに偏りは少ない。最終的な調査数はNYSE58社、NASDAQ90社となった。米国企業の調査対象はプロクシー・ステートメント、アニュアル・レポートに加え、開示している企業であればESGレポートやサステナビリティ・レポートなども調査している。

調査に際しては、開示指針研究会の資料を参考に図表2の育成、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／倫理の6つの開示項目を軸として収集・整理した。

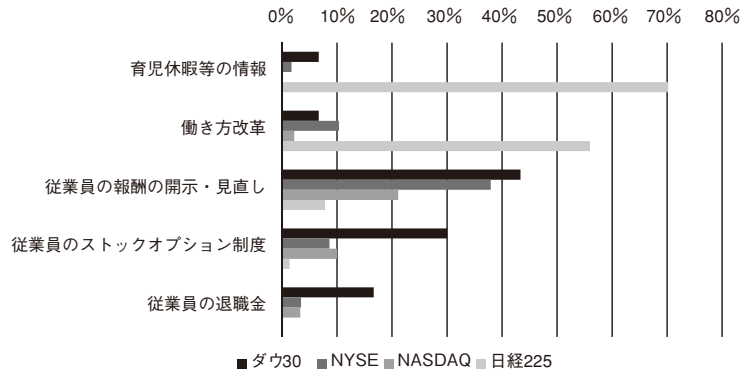
(2) 調査の結果

開示指針研究会では価値向上の観点とリスクマネジメントの観点から論点を構造化しているが、日米企業を調査すると、どちらかの国の企業が特定の観点を重視しているというわけではなく、両国企業ともに価値向上の観

点、リスクマネジメントの観点をバランスよく開示していることが分かった。しかしながら、6つの開示項目の各項目の中では重視する項目が両者で異なるケースが存在する。たとえば、「ダイバーシティ」であれば日本企業はジェンダーの開示が豊富だが米国企業は民族・地域別の情報開示を重視している(図表3)。また、「労働慣行」であれば日本企業は福利厚生の開示に力を入れているが、米国企業の開示は賃金の公正性に重きを置く傾向があるといった具合である(図表4)。

とりわけ労働慣行(図表4)では日米企業の開示の違いがより鮮明である。日本企業では働き方改革や育児休暇等に関する情報の開示が充実しており、米国企業ではストックオプションや退職金を含めた従業員の報酬に関する開示が多い。他方で、日本企業で従業員のストックオプション制度や退職金について記載している企業はほとんどない。もちろん日本では従業員へのストックオプション付与は一般的

(図表 4) 労働慣行開示の日米比較



(出所) 円谷研究室

ではなく(注5)、開示率が低いことは理解できるが、そうした点も考慮しつつ一言で日米企業の開示の特徴をまとめるならば、日本企業ではworkplace(職場)の開示が重視されており、米国企業ではwork(職)それ自体の開示が重視されていると言えるかもしれない(注6)。

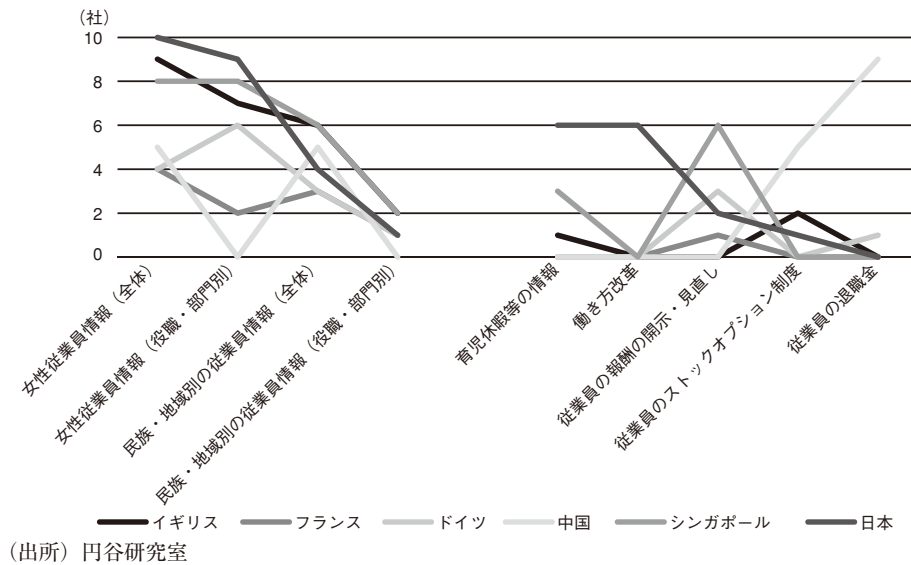
その他の発見事項としては、グラフでは示していないが労働組合に関する情報や従業員の定着率に関する情報は日本企業の開示率が上回っている。その理由は、これらの情報は日本では有価証券報告書の記載事項であることが背景にあると考えられる。つまり、法定開示での開示項目が自発的な開示項目にも影響を与えていると思われる。また、米国企業ではダウ30、NYSE、NASDAQという順に人的資本に関する開示水準が低下する傾向がある。換言するならば、大企業では開示が充実しているが、中小型企业になるにつれて開示項目(量)が低下していく傾向がある。本稿では詳しくは触れないが、これは役員報酬

や取締役の委員会活動に関する開示でも同様である。つまり、米国企業は自社の身の丈に合った開示をしているとも言えよう。日本のCGコードはコンプライ・オア・エクスプレインの原則が採用されているが、コンプライ率を高めるために開示がボイラープレート化(定型文化)しているという指摘も一部では聞かれる。人的資本こそまさに、自社の現状と将来目標とを見据えたうえで自社に合った開示を模索していく必要があるであろう。

5. 主要国企業の開示状況

前節では日米企業の調査結果を報告したが、他の主要国の開示状況はどうなっているであろうか。イギリス、ドイツ、フランス、シンガポール、中国を対象に、英文開示資料が入手できる時価総額上位10社で同様の調査を行った。日本企業も時価総額上位10社に絞り込んでグラフに加えている。図表3、4で

(図表5) 各国主要企業の人的資本の開示状況



示した項目に関する各国主要企業の開示状況を示したのが図表5である。

ダイバーシティに関する開示では、女性従業員に関する情報はイギリス、シンガポール、日本では積極的に開示されているが、それ以外の国では相対的に開示水準はやや低い。また、民族・地域別の従業員情報は各国の時価総額上位10社であっても全社が開示しているというわけではない。次に労働慣行に関する開示では、育児休暇等の情報や働き方改革の情報は日本企業が積極的に開示している（そもそも働き方改革については日本固有の開示項目となっている）。従業員の報酬についてはどの国でも開示水準は低いものの、中国企業では退職金制度について他国よりも詳細な開示がなされている。このように人的資本に関する開示は国ごとの特徴もあり、その国の

主要企業であっても各社で特徴が異なっている。日本企業は今後の自社の開示を考えていくうえで、こうしたさまざまな企業の開示を参考にしつつ、自社に合った項目を開示していくことが求められるであろう。

6. 今後の展望

本稿では人的資本をめぐる日米欧の制度変化に触れつつ、日米企業を軸として各国主要企業の人的資本に関する開示情報の調査結果を報告した。本稿での調査はごく限定されたサンプルで行っており、また、各国の法定開示項目の違いなども考慮しながらより精緻な調査が求められている。その点で本稿には限界がある。限界はあるものの、本稿の調査を通じて、人的資本の開示に決まった形はない

ことが見えてきた。各国・各社で開示には特徴があり、自社の現状と将来目標とを見据えたうえで自社にとっての人的資本とは何かを考え、それを自身の言葉で説明していく姿勢が今後は求められていくであろう。

また、現行の人的資本開示は主に従業員を対象としており、役員の情報とは別々の項目で開示されている。佃 [2021] によればCEOのサクセションへの取組みは成果が出るまでに最低でも5～6年、現実的には10年かかるという。当然ながら、サクセションという接合部分を共有化しながら、従業員を対象とした人的資本の開示と役員情報の開示とが結節する。さらには、味の素や丸井グループなどがステークホルダーの1つとして「将来世代」を位置づけているように、従業員にまだなっていない将来世代も視野に入れて人的資本開示と向き合っていくこともできよう。企業のステークホルダーの1つである従業員（役員）や将来世代に対して自社がどれだけ貢献することができるか、人的資本という縦糸を軸としながら一気通貫した開示へと将来的には展開していくのではないかと筆者は考えている。

〔参考文献〕

- ・Masuda, T., & Nisbett, R. E. (2001). "Attending holistically vs. analytically: Comparing the context sensitivity of Japanese and Americans." *Journal of Personality and Social Psychology*, No.81.
- ・佃秀昭「CEO後継者計画と指名委員会」『商事法務』No.2270, 2021年8月5日.

- ・中神康議・阿部直彦「わが国からもっとイノベーションを生み出すために～GAFAMに見る「三位一体の経営」～」経済産業研究所, 2021年6月. https://www.rieti.go.jp/jp/projects/trinity_management/column_01.html
- ・西山賢吾「人的資本の報告ガイドライン国際規格ISO30414—注目度高まる人的資本の情報開示」『金融・資本市場動向レポート』No.21-29, 2021年10月29日.
- ・マシュー・サイド『多様性の科学 画一的で凋落する組織、複数の視点で問題を解決する組織』ディスカヴァー・トゥエンティワン, 2021年6月.

(注1) 筆者はスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議のメンバーだが、本稿で述べることはすべて私見であり、同会議（または金融庁）の公式見解ではない。

(注2) 収集・分析を主に担ったのは天野翔太君、岡野航大君、小川千穂さん、片柳英鵬君、加藤海斗君、渡邊安理沙さん、楊越さんである。

(注3) 当該資料を公表していない7社を除く。

(注4) 上場ETFやREIT、資産運用会社を除く。

(注5) 中神・阿部 [2021] によれば、発行済株式数に対する単年度に付与された株式報酬の株数合計の比率（バーンレート）はGoogle、Apple、Facebook、Amazon、Microsoftの平均が1.36%（2019年）に対し、同期間の日本の大手テクノロジー企業の平均は0.074%にとどまっている。

(注6) マシュー・サイド [2021] は、Masuda & Nisbett [2011] の研究成果を引用しながら「アメリカは個人社会の傾向が強く、日本はより相互依存的だ。アメリカ人は手前や中心にある「もの」に重点を置き、日本人は「背景」に着目する傾向が見られた」（31頁）と述べるが、人的資本開示と各国文化圏との認知傾向の違いについても興味深い研究テーマである。

