

人的資本経営の実現に向けた検討会（第4回）

議事要旨

- 日時 : 2021年10月25日(月) 10:00~12:00
- 場所 : オンライン開催
- テーマ: テーマ①人的資本に関する企業と投資家との対話と開示/テーマ②人材戦略の3つの視点・5つの共通要素に関する対話と開示

- 意見交換の概要:
 - 人的資本に関する企業と投資家の対話のあり方について発表する。はじめに、投資家フォーラムについて紹介する。2015年6月8日に投資実務の経験を有する機関投資家数人により、投資家フォーラム運営委員会を結成した。ミッションに示されているように、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせる新たな価値を創造することが求められ、それを実施する場が企業であると機関投資家は以前から認識している。
 - 投資家フォーラムの活動内容について説明する。投資家フォーラムは、機関投資家の考え方や意見の情報発信をひとつの目的としている。投資家のみで集まり、「投資家フォーラム会合」を開催し、会合での共通理解など、論点を報告書の形で公表している。そして報告書をベースにして「オープンセッション」を開催、企業等の関係者を招き意見交換を実施して、お互いの考え方のギャップを埋めている。オープンセッションの内容についても報告書を公表している。
 - 「投資家は人的資本と企業価値をどう結びつけるのか、何を見ているのか、何を知りたいのか」というテーマで、2021年に投資家フォーラム会合、オープンセッションを開催した。同テーマでの2回の投資家フォーラム会合には投資家が延41名、オープンセッションには企業の方を中心に78名が参加した。人的資本と企業価値がどういう関係で結びつくのかについての重要な点は以下の2点、①将来の成長可能性、②戦略執行力である。特に②戦略執行力について、経営陣がサステナビリティやDXなど経営環境変化に対応しようとしても、従業員が理解して歩調を合わせないと変革は起こらない。経営陣と従業員が一体となって動いているかどうか非常に重要である。
 - オープンセッションでの気づきを述べる。絶対に開示してほしい情報が投資家側から示されるわけではなく、企業も投資家も試行錯誤の状況である。投資家に考えがないため具体的な開示情報の要求が出てこないというわけではなく、投資家としても企業側が主体的にどの要素について考えているのかを述べてほしいという考えに基づく。そのやり取りの中で参加企業からいくつかの事例が発表されたが、投資家としての納得感は大きかった。パッションや熱が伝わる「こういう考えに基づいてこれに取り組んでいる」といった話は、財務数値に表れる変化よりも先行している情報として価値があり、

こうした情報に気付ける投資家にとっては重要な情報となる。

- オープンセッション冒頭にて企業からの参加者へアンケートを実施した。Q1「御社の経営者は経営戦略に沿った人材戦略を立てていますか」に対し、「はい」が72%といった回答であった。一方で、Q2「人材戦略は、実際に機能していますか」に対し、「はい」と回答したのは48%と半数以下であった。また、Q3「離職率は低いほうがいいと思う」に対して「はい」と回答したのは2割程度で「そうとも限らない」と回答した割合が7割程度を占めており、考え方が変わりつつあることが見えてきている。
- 企業側に求められるアクションとしては、人的、知的、そして財務的資本を有効に組み合わせる新たな価値を創造することが求められている。投資家が注目する人事マネジメントの変革ポイントを挙げると以下の通り。
 - 人事部の役割、人事部の価値観（常識）
 - 外部の人材も視野に入れた適材適所
 - 海外で獲得した人材の活躍・帰属意識（ロイヤリティー）
 - 若手人材の高い離職率
 - 離職者対応（EXITインタビューなど）
 - 従業員エンゲージメント
 - 個々のモチベーション把握
 - 「説得」ではなく「納得」による組織統率（経営変革との同期化）
- 第9回のオープンセッションで、投資家が各種人事マネジメントについて納得感を得た例を紹介する。
 - 人事異動：上司が関与しない公募制度への応募で自主的な異動を可能にした、また、転勤を回避できる制度等により、離職率が低下した。こうした動きはあまり投資家側には知られておらず、思ったよりも先進的な変革が起きていた。
 - 流動性：中途採用と離職について、無理に引き止めないでバランスをとっている。
 - エンゲージメント、個々のモチベーション把握：問題解決支援や業務改善（異動など）により、モチベーション改善や、業務パフォーマンスの改善が起きている。
 - グローバル人材経営：海外に人事統括拠点を設置することで、単身赴任等の日本的な制度がなくなった。
 - 開示・多様性（外国籍）：グローバル体制があたり前過ぎて比率等の情報を管理していないという声もあった。数字を作るのではなく、あたり前として定着している様子を話してほしい、または浸透している象徴的な事例を開示してもらおうということであるというやりとりがあった。
- 人的資本経営に関して投資家が望む開示内容・説明責任について述べる。
 - 情報開示は目的ではない。何をしているのか、その取組のきっかけは何か、問題意識や動機を聞くと腹落ちする。サイバーエージェントの「あした会議」のように制度ができた背景を知ることによって納得感があり、本気度が伝わってくる。何をしている

かは、定性情報でも良い。投資家側がイメージを持つことができることが重要。次に、時間が経過するにつれて得るべき情報は異なり、次第にその進捗に焦点が移り、目的に近づいているのか、結果的にそれが企業価値にどうつながるのかが知りたくなる。10年後を見据えているのであれば、途中経過、進展を見せてほしい。

- 開示内容と説明責任について、キーポイントは KPI 等の時系列変化がわかることが重要。ただし、必ずしも時系列のデータということではない。KPI を開示する場合、開示のためのデータでは意味がなく、経営の意思を反映している KPI である必要がある。アクティブ運用の機関投資家は不確実なエビデンスを所与の条件として投資判断を行うため、投資判断の確信度を持てるかどうかことが最も重要となる。確信度により投資額や期間が変化する。よって、投資判断の確信度を高めるような、経営の意思を反映する KPI が重要となる。
- 効果的・印象的な説明事例を以下の通り紹介する。
 - ①ブリジストン：時系列で次々に進捗が提示されており、全て中期戦略と紐づけされている。
 - ②上新電気：離職率や従業員の満足度が項目ごとに点数表示され、また、非財務情報の中で内部通報の数が過去 10 年近くにわたって掲載されている。
- 有報開示の好事例のポイントについて、参考項目を示している。
 - 女性活躍・多様性について、取り組む理由や目的が示されていることが重要。
 - 指標については、国際的・標準的な開示指標と独自指標の 2 種類がある。いわゆるグローバルスタンダードの開示は減点主義的に、独自指標は積極性が認められて加点主義的に評価されるだろう。
- 投資家（アクティブ運用の機関投資家を想定）に求められるアクションについては以下の通り。
 - 投資家の姿勢として言いつばなしにならないように心がけることが重要。前年の対話時からの進捗・進展状況を聞き、モニタリングをしていく必要がある。
 - 人的資本マネジメントの対話は、基本的に経営トップと実施することが重要。他企業との横比較にこだわりすぎず、経営者の問題意識を重視すべき。対話の手がかりとなる情報を会社に開示してもらうことが重要。なお、投資家が絶対的な評価尺度を持っているわけではない。
- 自分が問うときに企業に尋ねる問としての項目を理由別に以下の通り列挙したが、背景となる理由が重要となる。
 - 将来の成長性・活力に影響する／変化への対応力・柔軟性に影響
 - ◇ 若手社員について
 - ◇ 育つ環境を作る
 - ◇ 人材ポートフォリオ
 - 変化への取組成否に影響する

- ◇ 中途採用・合併相手社員との融合
 - 不協和の放置は全体へ影響する
 - ◇ 経営変革・改革への社員の理解・躊躇
 - Life の環境は成果に影響する
 - ◇ 働く環境
- 利益率やROE等の指標の標準偏差を見ると、日本は極めて小さく、分散がない。投資家は、企業に対してもっとチャレンジしてほしい、他社と違うことをやってほしいと思っている。
- 効果的・印象的な説明事例としてオムロンが挙げられる。「企業理念や文化を浸透させるのではなく、はじめの一步の勇気から共鳴の輪をつくることで、一人一人が誰もまだやっていないことについてやってみる。それを周りが応援していく。」(山田 CEO のオープニングスピーチ)と述べているように、企業文化は上から浸透させるものではない。
- はじめに長期投資家の関心について述べる。人的資本を非常に重視している点は過去から今も変わらない。経営陣が重要と考える人的資本は何か、長期的な経営を進めるにあたって重視しているポイントは何か、その考え方をマネジメントの方から直接ご説明いただくことが最も重要である。次に、重要だと考えられるポイントについて、その状況を把握し、課題の洗い出しをどのような形で行っているか、課題が出てきたタイミングでどういった手立てをしているのかといった点が非常に重要。企業文化を浸透させる方法、従業員エンゲージメント・モチベーションの評価方法、経営トップの情報発信状況等の取組内容を、投資家に対してわかりやすく示していただくことで理解できるのではないか。
- 実務上注意している点について述べる。人的資本に関する事項は企業により個別性が極めて高い。また、事業環境や経営戦略によって、重視すべき点や取組に対する評価が変化することも大きなポイントである。状況に合わせて取組がどのように進化しているのかを把握し、どう評価すべきなのかということは、その時々において企業と一緒に考えていくことが非常に重要であり、特定の型にはめた評価をするべきではないと考えている。また、定量化が難しいため、経営陣が現状についてどのように評価しているのか、定量情報と定性情報を組み合わせながら、現在の方向性や取組の進捗状況についてわかりやすく説明いただくことで、初めて正しく理解できると考えている。その際に、価値観や問題意識、変遷、今後どうなっていくのかをご紹介いただくと非常にわかりやすい。
- 投資家の役割について述べる。取組方針や状況について、マネジメントの方から説明いただき、それを正しく理解することが非常に重要。正しく理解した上で建設的なディスカッションすることを最も重視すべきである。人的資本に関するテーマについては、投資家から問題を指摘するというよりも、経営陣の認識や悩みの相談に乗るような、サウ

ンディングボードとしての役割を果たすほうが、実効性が高い対話になると感じている。こと人的資本の位置づけについて、相談を受けたときに、他社で聞いた取組や当社の取組について共有したことで、建設的な対話に発展したケースもあった。投資家として様々な会社を見ることで、企業のカルチャーの違いや、取組について、一步引いた立場から俯瞰的に見るができるため、そうした特徴を活用していただくような対話ができるとお互いに良いのではないか。人的資本については社外取締役が問題意識を持っていることが多い。その場合、社外取締役と直接対話すると、投資家がこの点に関心をもっている事自体に感謝されることがある。社外取締役としても、投資家の関心が高いことがわかると、社内の取締役会や委員会でアジェンダとして挙げやすくなる。したがって、投資家の役割として、社外取締役が人的資本について議論するために背中を押すことも非常に重要なのではないか。

- 開示について、形式的な枠組みを整えようという世界的な動きはあるものの、義務的に開示することが企業価値評価に実質的に役立つのかはまだわからないと思っている。対話の手がかりとなる情報を企業側にプロアクティブに出してもらうことで、有意義な対話につながる事が重要。そして、それを投資家が他の企業へ展開していくことで、コミュニティとしての対話のレベルアップが図られる。定性情報でも定量情報でも構わないが、経営理念や経営戦略と結びついて、なぜそのような状況にあるのか、ストーリーを持って説明することがポイントと理解した。
- 投資家コミュニティによるコミュニケーションや、社外取締役の効能・効果・活用も重要と理解した。指名委員会、欧州委員会でも同様のことを実感している。社内3名、社外9名という構成で実施しているが、取締役会で社外取締役が話すのは議案ごとに2-3名程度である一方で、人材戦略に関しては全員が発言する状況になっている。すなわち、社外取締役に就任する方は、成長に向けた人的資本を重視しており、株主と同じ方向を向いていることを実感している。社外取締役が自ら経営者であったり、他社の社外取締役であったりするため、積極的に他社に共有してもらったり、他社の先進事例を教えてもらったりすることで、各社の取組が高度化してくる。したがって、社外取締役が投資家に代わるものとしてコミュニティの中でこういったレベルアップを図ることも非常に有効である。
- 投資家にとって人的資本が大事ということは耳にするが、企業としては何をどう開示すればよいかわからないという声が多い。一方で、投資家に聞いても、具体的な開示方法を明示してくれない。逆に、投資家側からしても企業から出てくる情報が企業価値評価に役立つのか、戦略と結びついているのかといった判断が難しい。双方問題意識を持ち対話をしようとしながらも、まだ十分な開示についてミスマッチがあるという印象を持っていた。今回の発表から、企業側の数字のみならず、いかに説明をするか、そ

の方針や考え方、数字そのものの背景等にある考え方の説明が投資家にとって重要ということ、対話を通じて相互理解することの重要性について理解した。気候変動などとは少し異なり、人的資本は対話により掘り下げていくことがより重要となるのだろう。

- 通常、取締役会の例えば機能やガバナンスの話では、形式的な体制整備と組織論がベースにあり、その上に実質、実効性の議論がなされるが、人的資本は例えば多様性や平等性といった形式や定量化されやすい項目とは別に、実効性や戦略に結びつくような実質・定性的な部分があり、両方がそれぞれとして並行して説明される必要があるのだろう。投資家が述べている通り、会社により項目が異なるため、開示の枠組みとしては大項目をつけつつ、例示を示していくことになる。他方で、定性的な背景にある考え方、方針が直接戦略に結び付くところまでストーリーを示すことの重要性の訴求も必要になってくるだろう。
- これまで想定していたよりも投資家が人的資本について考えているという点に驚いた。
- 会社の今後の人材に関する方針について投資家アナリストから 1on1 インタビューを実施する機会があり、社長や副社長が話をする機会が多い。インタビューでは戦略とその実現方法について質問を受けているようである。自社の場合はイノベーションを強く打ち出しているため、どのようにイノベーションを実現できるのか問われることが多い。社外取締役も多く問題提起しているが、投資家から社長や副社長へ質問が来ると、経営陣の中での人的資本の重要性、アカウンタビリティの高まりを感じる。投資家側から人的資本に着目してもらうことは、何かを変えていこうという側にとっては追い風となる。
- 企業文化について質問がある。人事の考える企業文化の変革は時間軸が長い。企業文化はビジネスの成功や戦略と関係しており、企業文化を長期のみではなく短期でも成果につなげていくことが重要だと考えている。投資家側が何のための企業文化と考えているかについて知りたい。
- 日本企業もグローバル化が進み、人的資本もグローバルになってきている。一方で、国内で求められる指標として、日本の中の社員の数字のみを出すことも多い。投資家側からして、日本の中だけでの人的資本の数値ではなく、むしろグローバルにどういった運営をしているのかに関心があると理解しているが合っているか。
- 企業文化について述べる。近年では「社員が上からの指示を待たずチャレンジし、失敗しても、チャレンジしたことに着目する」という取組がしばしばある。失敗があるかもしれないけれども新しいことに取り組もうという土壌ができていくこと自体が文化である。それは、あまり時間をかけすぎると土壌ができあがっているのか、企業の文化・空気の変化を感じられない可能性がある。短期間（3-5年）といったスパンで企業内の意識を変えていくつもりで取り組まないと変わらない。変化させようということも、そ

れができているかどうかの確認も大事である。

- グローバルについては、ブリジストンの例が当てはまる。戦略も CEO もグローバルであり、常にグローバルで物事を見ている。一方、人事政策的に最も変わらねばならないのは日本と捉え、グローバルの戦略成立の条件が日本の人事政策の変化だと位置づけている。そして、その点が投資家に強く刺さる。
- 情報を公式に、形式的、定量的に公開することは、企業に対して緊張感を生み、比較しやすくなるといった良い面がある一方で、結果として、形骸化、チェックリスト化が発生する。企業の実質を理解するために、定性的な情報を対話の中で見つけ、その中で一貫性や実現性、実効性を確認したいという趣旨と理解した。したがって、トレードオフのようなものをどうしたらいいのかがポイントになるのではないかと。
- うまく情報を公開している、あるいは実現性や一貫性が高い企業には、例えば、社長の任期が長いなどの傾向があるのではないかと。日本で一般的な 4 年周期の社長変更のパターンにおいて、長期で一貫性のある施策を打つことができる会社はどのような特性があるのか。日本企業はそういった場合にどうしたらいいのか。
- 人的資本に関する取組や開示と社長の任期の関連性についてはデータで検証したことはない。ただ、企業トップの意識は非常に重要。実際、人的資本を含めて経営の事項に関して、どのように認識し、リーダーシップを発揮していくのかということは、トップの資質に非常に関連する。投資家として人的資本の議論をするタイミングは、経営トップが変わったタイミングにすることが多い。新しい社長がどのような方向で経営戦略を進めていきたいのか、その中で企業文化や組織・人事制度をどう変えていくつもりなのか、実現の可能性を高められるかどうかを確認している。
- 社長の任期をはじめとする環境要因よりも企業トップの資質が戦略の実現性や一貫性に強い影響があると理解した。だとするとそうした資質がどのように形成されるのかが知りたい。
- 労働組合は、ステークホルダーとして投資家と企業の議論の視野に入ってくるのか。労働組合がエンゲージメントやトータルモチベーション指数を集め、経営と対話しているケースもある。まだ少数かもしれないが、投資家からみて視野に入る動きなのか、人的資本の議論の中でどのように位置づけられるか、考えをお聞きしたい。
- 投資家フォーラムでも組合に関する議論が出た。企業側は労働組合に単に開示するだけでなく、この変化をどう捉えるのかということで向き合っていると聞いた。これまでに、投資家だけの議論では組合の話は出なかった。近年は労働組合も単に企業側と対峙

するのみではなく、どう関わるか考えているようで、投資家としては、組合の方々にも腹落ちするような話でないといけないことを改めて気づかされた。

- 十何社かの労働組合との意見交換からすると、近年の労働組合は従来の対立関係からは脱却し、共創を意識しているという印象がある。かつての対立的な形で労働組合を捉えると、少し事実と異なってくる可能性がある。
- フォーラムへの企業参加者のアンケート結果から、Q1「経営戦略に沿った人材戦略を立てていますか」と、Q2「人材戦略は実際に機能していますか」の差の大きさが気になる。問いかけのワーディングで反応が異なることを感じており、どう捉えたらよいか悩ましい。回答者は、Q2の「機能」は、経営戦略と人材戦略の連動という点での機能について答えているのか。
- フォーラムアンケートのQ2では連動ということの意味したわけではない。むしろQ1に少し含めている。考え方として、連動させること、一致させることをしていこうと思っているけれども実際どうなっているか。全て思った通りにいっているかを聞いていくと事実が透けてみえるのではないかと考え、このような形で質問した。
- 人的資本に関する企業と投資家の対話のありかたについて、ESGアナリストと議論した内容を紹介する。
- 課題認識について、日本は1990年以降、一人当たりGDPが欧米諸国に比べ伸びがなく、特に収入に関しては横ばいといった状態である。生産性向上策を取りつつ伸びていない状況にある。失われた30年は、人件費をコストと捉えてきたことが大きな要因であり、人件費は投資であるということを共通認識化する必要がある。
- キーエンス、リクルート、東京エレクトロンの3社は、小さな固定資産でも大きな価値を生み出しており、市場価値も高い。人的資本の重要性については議論の余地がなく、市場評価の高い企業は処遇や士気に対する従業員の評価が高い傾向があるのではないか。
- TOPIXコア30を対象に、士気と処遇の関係を確認した。士気が高い企業は処遇も高いが、処遇が良いだけでは士気が高いとは限らない。処遇が低いと士気は上がらないという意味で、処遇と企業風土は従業員の士気向上における車の両輪的なものではないかと考えている。
- 日本は環境変化に対して、人事制度を転換できなかったのではないか。ガバナンスは器であり、器の議論は相当進んでいる一方で、中身を動かしている従業員に関する情報開示が不十分なのではないか。また、人事は聖域という根強い考え方から人事運営に関する情報開示が不十分なのではないか。データに基づく対話できていない。例えばダイバーシティは女性比率等、人的資本がどのようにして企業価値を向上させるのかとい

う視点を常に意識することが重要である。人を異動させた方が良くても、適切な異動先が見つからない、キャリアにバツをつけたくないなどの理由で大きなビジネスチャンスを逃してしまうケースを多々見てきた。ビジネス戦略と人事運営がマッチしていないことが根本にあるのではないか。飛び級、降格、敗者復活の3点セットのようなものを入れられれば納得感が上がるものと思われるが、人事部側としては踏み切れないと聞いている。人事運営が失敗しないようにしようと前例踏襲型にならざるを得なくなり、長期にわたって士気が下がってきてしまったのではないか。相変わらずメンバーシップ型の人事運営、人事配置、職格運用が続いている。このままで従業員の士気を上げ、価値創造モデルを実現できるのか、大きく課題意識として持っている。

- 人的資本に関連して企業に求めたいアクションについては、8月のサステナビリティ・トランスフォーメーション研究会に向けて、アクティブ運用のアナリストや ESG アナリストとの意見交換を実施した内容を以下紹介する。企業側として、社内リソースが事業拡張についていかず収益性を犠牲にするケース、人材活用がうまくいっていないケースがみられる。また、ヒトに関する部分の企業自己認識と投資家の認識の理解の大きなギャップを感じるケースがあり、どのような人がどの程度いて、ここにこういった事業が生まれ、現在ここまで至ったというような点の、これまでの成功の経緯などの説明が乏しい。投資家としては、事業戦略と人事戦略の紐付けを重視しており、企業側にアクションを取ってほしい。
- 企業側が人的資本の活用において投資家に明確にすべきポイントとしては、自社の企業理念やパーパスとの整合性である。なぜ自社が実施すべきなのか、自社がなぜできるのかという納得性を説明する上で、人的資本に絡めて説明してもらうことが大きなポイントになる。
- 人的資本経営に関して、投資家が望む開示内容と説明責任としては、人材関連の基礎データ（部門別人員、グレード・ピラミッド）開示や、人的資本に関する客観的な分析、採用方針等の開示が挙げられる。客観的なものではなくても、経営者から方向性、方針、今何を考えているのかといった部分を説明していただきたい。CHRO との対話履歴はないが、CHRO が CEO と連携して、投資家との対話の中で効果的に説明を行われた印象的な事例がある。
- 情報開示のサイバーエージェントの具体例では、特に社員データを、採用向けにあるいは外に向けて透明性が高い情報開示をしており、自信を持って運営していることが表れている。なるべくならこのような情報開示をしていただきたい。
- 次の味の素の事例は、インプットとして人材投資、そしてエンゲージメント、多様性、働き方の各項目の取組の内容を記載し、アウトプットとして生産性向上を、一人当たりの売上高の向上として示している。会社のマージンも高いがゆえに人的投資の負担能力が高いという見方もできる。中核として位置付けている企業理念を自分事とするべく、従業員エンゲージメントの活動を展開しており、味の素の従業員エンゲージメント

はベストプラクティスの一つとなっている。会社の価値観、企業理念を浸透、行き渡らせて取組を仕組みとともに説明している好事例である。

- 投資家に求められるアクションとしては、価値創造プロセスやマテリアリティをベースに対話を実施していく必要がある。人材をマテリアリティとしているケースでも、どういった取組の成果が表れたかなどが十分開示されていないこともあり、投資家として切り込んでいってみたいと考えている。具体的な企業の取組の説明をお願いすることで、企業側の行動なども高まっていくものと考えている。
- 中長期的な企業価値の向上のために投げかけている点としては、30年後存続しているか、ヒト、モノ、金を引き出した上で、どのような方法で存続していくか、課題はないかなどと問いかけている。パーパスや企業理念を自分事化するような取組、常にそういった状況を説いていくといった中長期目線での取組を、いかに従業員に行き渡らせるかが重要である。
- 処遇と士気の関係について仮説を持っている。時系列的流れとして、質の高いリーダーがカルチャーチェンジを引き起こしたり、ロールモデリングしたりすることで士気が上がっていき、それにより結果が良くなり、処遇も出せるといったサイクルがあるのではないかと感じた。処遇が上がると最終的には外から良いリーダーを採用できる可能性も高まる、といったサイクルのような状況になっているのではないかと。
- データ・情報の発掘について、いろいろな議論を具体化するために、定量的な情報は大事だと考えている。過去との比較やトレンド等を把握するために数字は極めて重要と考えており、その数字についてどのくらい重視してお考えなのかということ伺いたい。
- 冒頭で紹介のあったアンケート結果の解釈について、経営戦略と人材戦略の連動の問いには、CEO自身はきちんと実施できていると回答し、機能しているかの問いには、CEO自身がいい戦略を立てているのにHRがきちんと遂行できていないと考えているため、差が出たのではないかと理解した。
- 人事、人材のあたりの内容はすべてデータ化できるわけではない。士気等について、可能であればKPI化してほしいが、特にCHROはずっと自社を見ているため、自社の中のトレンドやこれまでの動き、さらにそれを受けた今後の方向性をお話したい。量的なデータがないから全く信じないというわけではない。
- 投資としては、投資効率を測るためのモノサシを用い、数字で把握する必要がある。共通解としてのモノサシがまだ置いていない状況ではないか。定性情報で見ざるを得ないということもあるが、アクティブアナリストがキャッシュフローや目標株価へ織り込む際に数値化は避けて通れないだろう。定性評価などいろいろなものを、結局どうい

う形で織り込んでいるのか。

- 投資といえども、設備投資等とは異なり、人的資本投資を他の投資と同じ尺度で捉え切れるのかやや懐疑的である。逆に外形的な投資数値としてみると、人的資本投資がネガティブになってしまう要素もあるのではないか。そのあたりについて、どのような議論になっているか。
- 人的資本はサステナビリティと同じく、長期にわたるものであり、中間的な KPI 程度がせいぜいで、完全にキャッシュフローには至っていない。アナリストごとのノウハウでリスク割引率として反映させるケースは考えられるが、体系的な整理には至っていない。他の資本項目のようにキャッシュフローとしてではなく、取組の確信度やリスクとして反映させるレベルではないかと感じている。
- 単に人件費が増えるということであればネガティブというところに至るのかもしれないが、取組等の定性面で、過去からのトレンドで企業文化がちゃんと行き渡っていくことによって企業活動が前向きに進むというあたりで、そのような定性的な側面で拾っていくしかないのではないか。
- 業績がよいと、長期的に投資へ回せる余裕があるということもある。ニワトリと卵問題になってしまうが、そもそも企業価値が高い、高めていく意欲、意識があることが大前提と思った。
- 人材戦略・人材アジェンダなどをどう提示・発信するか。説明会、ミーティング、統合報告書等といった IR 活動が適していると考え。実際、「IR 優良企業賞」に応募する企業の活動状況をみると、人材戦略を含む非財務情報の開示が進んでいる。例えば ESG を評価軸とするファンドへの取材対応、ESG 指数組成会社へのアンケート対応、さらにそうした対話を経営戦略に生かしているという答えがこの 3 年間で大きく伸びてきている。発信の内容としては、非財務的な戦略と企業価値向上の紐付けに尽きる。このような説明、あるいは中期的資本効率向上について KPI を用いた説明の 2 点を実施する応募企業の割合が非常に高まっている。企業価値向上と実際に結びついているかは難しいところではあるが、意思を持って実施すること、人材戦略においても企業価値向上を意識して発信していくことが重要であると感じている。
- CEO・CHRO が果たす役割について考える。IR 活動において、CHRO が登壇することは、まだあまり多くない。まずは CEO がどのような意識を持っているのかを示し、CHRO はその意識を実現化していくといった役割を担っているのではないか。投資家の非財務指標や戦略への情報ニーズも高まっている。具体的には、企業価値向上の源泉、その源泉をつくり出す事業の競争優位性、差別化要因を分析したいといったところであろう。非財務情報として示す事業戦略が、どれぐらい財務的な価値を生み出すのか、その創出

力を確かめたいということではないか。企業価値創出力のいずれの観点でも、投資家の求めと、企業としてどの情報をどう出すのかの双方の目線が存在する。CHROの方には投資家の情報ニーズと経営者の目線を近づけることをお願いしたい。

- CHROの登壇や人材戦略をIR活動のメインとするのはまだ多くないが、IR優良企業賞受賞企業のいくつかの活動について紹介する。コマツでは、「コマツウェイ」というパーパスに近い企業理念を基盤にして経営戦略を展開し、それを社内にも浸透させていることで評価が高い。統合報告書においても、コマツウェイを基盤とし人材育成を行っていることを具体的に記載している。中外製薬では、イノベーションを起点にビジネスモデルが生まれ、価値を提供するというシンプルな切り口で価値を分析、考察している。イノベーションをつくり出す人材についても記載している。人材戦略が財務的な価値にどうつながるかについて、人材戦略を含めた息の長い取組がどのような財務的な指標にどのくらいの時間軸でつながっていくのかを示すチャートで見せるといった工夫もしている。
- 人材戦略を経営戦略に組み込んでいく企業の、戦略を確認する際に気をつけている点について述べる。端的に言えば、戦略の実施と成果であろう。例えば伊藤忠商事では、投資家が使う企業価値を予想する式（キャッシュフロー割引法に基づくフォーマット）を活用し、非財務分野への取組が、「分母」の資本コストを下げるという意味があると説明している。資本コストを下げるとして人材戦略を挙げており、味の素同様、人材戦略のインプット、アウトカムを明示している。同社はがんに罹患した従業員でも安心して働けるような施策等で知られているが、そういうことを含めて人材に対してどのような意識で向き合い、経営戦略を構築しているか、それによって生産性がどういうふうになり、モチベーションも上がってきているか、などが示されている。
- 人材戦略を含む経営戦略を確認するには、外部要因と内部要因を考慮した上で、非財務・財務を分析することが重要だと思う。そのような軸で考えた時の着眼点について述べる。
 - 非財務・外部要因：中長期で経営を考えると、これから何が起きてくるのかを見据えた大きな経営の方向性、その中で起きている変化にどれだけ適応していくのかを示していく。それを示すためには、特に経営トップ自身が様々な情報を集め、分析する力が必要である。特にリスクの認識・分析、早めの対応が大切である。今の時代トップ一人では難しいため、トップを支える組織、戦略パートナー的な部門がこれからは必要となるだろう。
 - 非財務・内部要因：長期ビジョン・パーパスと、企業グループ全体で実現する価値観。虫の眼、鳥の眼、魚の眼（流れを捉える）の観点がポイントとなる。人材の観点からすると、上記を実施できる人材育成や、外の意見をしっかりと捉えて改善に結びつけられるような組織・部門を置くことが重要であり、取組のファクトを示していただきたい。

- ▶ 財務：内部要因：「経営計画・経営指標」「事業ポートフォリオとKPI」「資金配分の基準とモニタリング」。人材戦略のインプットとアウトプット、特にアウトプットを出すためには、従業員の評価の正当性等が重要だろう。
- ▶ その他、IR活動における人材関連テーマ例や課題を以下の通り列挙する。「Withコロナでも取り組む人材育成」はリモートワークで社内コミュニケーションが難しいといわれている点。「継続して価値を生み出す世代の確保」は、若手のみならずシニアもどのように参加してもらえるか。「中長期のトラックレコードとチャレンジ」は、過去の経験に対してその前からどのような取組をしてきたから乗り越えられたのか、あるいは厳しいときのチャレンジはどうだったのか。「経営トップの課題認識と幹部・従業員のモチベーション」「企業グループ全体の価値向上意識」「コーポレート部門と事業部門とのコミュニケーション」は、トップだけがやりたいと言っても、従業員がついてこないと価値向上に結びつかない。「リスク認識に関する社内外のギャップ」「監査役と会計監査人の役割」は、企業の内向き志向や不正を見落としてしまうようなことはないのか。「取締役会の機能の発揮」は、経営のモニタリングにおいて、人的戦略を含めた戦略への外への視点の組み込みである。
- また戦略を確認するIR活動におけるポイントについて2点述べる。第1に時間軸である。1年後の見通しは業績予想に該当し、適時開示が必要だが、一見重要性の低そうな10年、15年先のものでも、事業環境の変化や技術革新などによって重要性は変化する。第2に事業や地域のセグメント情報である。これも情報の重要性は、外部環境等の変化によって非常に変わるので、注意が必要である。
- 人的資本への機運が非常に高まっているのを感じる中で、CHROがいろいろな変革をしていくチャンスとなっている。CHROとの対話がまだないというご指摘に対しては、反省である。経営者が自分事として人的資本に向き合い、自分の言葉で語るということの意義がますます高まっている。変化の兆しを感じられているのかを聞いてみたい。CHROのみならず経営者が自分事として一緒にどう取り組んでいこうとしているかが今後のスピード感に関わるのではないか。
- これまで、例えば教育投資を出してもその意味があるのかというところが腹落ちしていなかったが、ストーリーテリングで良いという点が非常に参考になった。ヒトについては、すぐに結果が出ないがゆえ、投資家が理解してくれて、着目いただける点ありがたい。日本企業の強みは中長期の部分にしっかり投資をしていくことだと感じており、ヒトはコストではなく投資であるという観点で、投資家からコメントや質問をいただくと、それが非常に良い循環になっていくと感じた。
- この国の人的資本の活性化、あるいは躍動に向けて、資本市場、投資家の力、関心を梃

子として、人的資本の変革を進めていかないと、21世紀、日本企業の競争力も含めて、低下してしまっていく危機感があったが、今日は投資家の方々から力強いエールをいただいた。CHROは、投資家と価値協創の関係を今後もより強固にしていきたい。

以上