



「人的資本経営の大きな勘違い」

-本質的な議論の必要性-

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

サステナビリティ開示関連で大混乱の欧州

2020年に議論が始まり、約2年の検討を経て2022年2月、欧州委員会は、児童労働や奴隷制度から汚染や排出、森林破壊や地球への被害に至るまで、人々と地球への影響を特定、評価、予防、軽減、対処、救済する企業の義務を定めた「欧州コーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令案（Corporate Sustainability Due Diligence Directive：CSDDD）」を発表した。その後、2023年12月には最終草案として承認を受け、欧州議会理事会常駐代表委員会の採決を残すのみだったが、ドイツが土壇場で棄権表明し、イタリアまで巻き込んでしまったことで大きく流れが変わった。2月28日の理事会では、ドイツ、イタリアを含めた13ヶ国が棄権し、スウェーデンが反対票を投じたのだ。EU27ヶ国中過半数が土壇場で反旗を翻し、棄権しなかったまでもフランスが大幅な譲歩案を出す等の大混乱が生じた。その後、CSDDDは3月15日、9回という過去例を見ないほどの会合を経て合意（*注）を見たが、「骨抜き」と揶揄されるほどその内容は当初案とは大きく異なるものになったの合意だった。骨抜きと言われる所以は①規制を受ける企業規模の拡大によって対象企業数が約7割減少という大幅規模な縮小（対象企業数は一説によると欧州企業の0.05%）、②高リスクセクターという概念の削除、③サプライチェーンの定義から「間接的な」下請け企業の削除、④気候変動関連実施促進義務の削除、⑤違反時の制裁における民事訴訟の削除の5つがあげられる。この合意は、「EU森林破壊規制（EU Deforestation Regulation）、EU強制労働規制（EU Forced Labor Regulation）、EUグリーン請求権指令（EU Green Claims Directive）、企業サステナビリティ報告指令

（CSRD）などを通じて確立された要求事項に沿って、EUを拠点とする企業や欧州でビジネスを展開する大規模多国籍企業が、最終的なサプライチェーンに対するデューデリジェンスを実施する必要性を強化するものである」とされている。この中でCSRDは企業の開示における法律の根幹であるが、日本的に言うと法律に対する内閣府令的な規則である産業別欧州サステナビリティ報告スタンダード（ESRS）の発表が延期されており、CSRDが今後最終化されるまでに骨抜きになる可能性も高いと感じるのは筆者だけであろうか。

気候変動関連開示はISSBに収斂し、その後の非財務情報関連開示の焦点は人的資本開示へ

3月26日に公表された世界最大の資産運用会社が投資家に宛てたCEOメッセージは、ある海外メディアによると「ESGを捨て『エネルギー現実主義（energy pragmatism）』に転換」といわれるような衝撃的なものだった。このメッセージの中の小見出しで「Energy pragmatism」と題したパラグラフでは以下のよう

に記載されている。

昨年、私は17カ国を訪問し、首相から実務責任者に至るまで、家庭や事業の電力供給責任を負っている人々と長い時間をかけて話をした。私が聞いたメッセージは、極左や極右の活動家たちがよく口にする、各国は自然エネルギーか石油・ガスのどちらかを選ばなければならない、というものとはまったく正反対のものだった。これらの指導者たちは、世界にはまだ両方が必要だと考えている。彼らはエネルギーに関して、

独断的というよりも、はるかに現実的だった。気候変動に対する意識が最も高い指導者たちでさえ、脱炭素化への長期的な道筋には、今後しばらくの間、少ないとはいえ化石燃料が含まれることを見抜いていた。

もちろんこの資産運用会社も「欧州では、ネット・ゼロが当社の大半の顧客にとって最優先の投資課題であることに変わりはない。」としているが、「しかし今、クリーンエネルギーへの要求は、別のものによって増幅されている。」ともしている。

この変化はこの資産運用会社のみならず現実的にエネルギー価格高騰による影響を受けている多くの人々やアンチESGというような政治的な思考の人々以外にとってはそれほど違和感のない内容になっているのではないだろうか。

欧州の非財務情報開示大混乱や投資家マインドの変化によって気候変動関連開示は、ある意味収斂してきているように思われる。それはグローバルスタンダードとして採用されるISSBのIFRS S1と、それをベースにしたS2に準じた開示を当該企業の属する産業別の評価基準で開示する世界で落ち着きを見せるのではなかろうか。そして、今最も投資家が気にかけているのが、本業の収益に直結する人的資本投資に関する開示ではないだろうか。

人的資本を考える上で、示唆を与える年初報道された二つの国内ニュース

一つ目のニュースは、防衛省がサイバーなど高度な専門知識を持つ民間人材を最大5年の任期で高額な報酬で自衛官として採用する「特定任期付自衛官制度」を新設すると発表したものだ。1月18日に発表された防衛省の有識者検討会報告書へのフォローアップ資料「人的基盤の強化に係る各種施策の進捗状況について」にも募集人員は記載されていないが、「サイバー、宇宙、専門的な

医療の3分野での採用を想定し、2025年度の採用開始を目指す。次官や自衛隊トップの統合幕僚長の年収（約2,350万円）と同等の年収を支給し、幹部人材として採用する。」としていることから、それほど多くの人材を採用するとは読めない。米国ではどうなっているのだろうか。国防総省のサイバー労働力レビュー（The U.S. Department of Defense cyber workforce review）によると、約18,000人のサイバーセキュリティおよびIT担当者が国防総省で働いているらしい。そして、ある調査会社の調査によると、これら米国防総省のサイバーセキュリティ担当者の平均基本給は年間9万8000ドルになるようだ。1ドル150円換算したとしても基本給約1,500万円が18,000人の平均給与として支払われているのであろう。

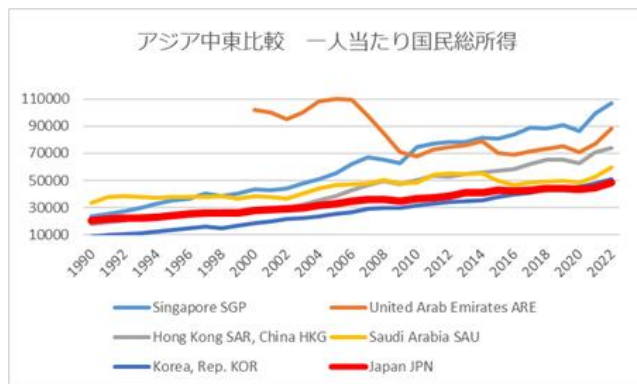
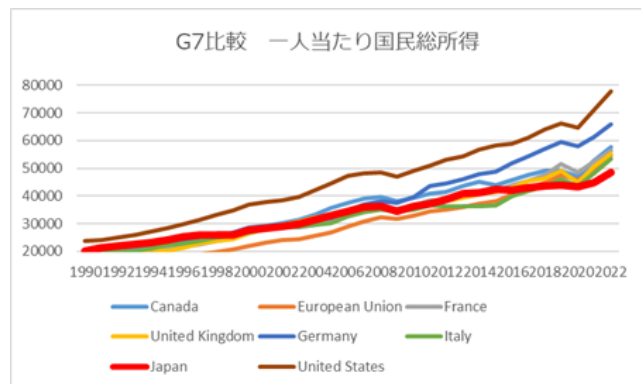
二つ目のニュースは、日本の某自動車学校に勤めていた男性2人が学校側に定年後の再雇用によって減額された給与の差額支払いを求めた訴訟の上告審判決で、最高裁は「不合理かの判断には、基本給のさまざまな性質を検討すべきだ」との判断を示したというもので、正社員か否かによる「不合理な格差」を禁じた旧労働契約法20条に基づき、最高裁が基本給について判断したのは初めてだそうだ。報道によると「多くの企業で定年後再雇用が当たり前になりつつある今、同判例はその処遇のあり方に一定の影響を与えそうだ。」としている。しかし考えてみるとこれもおかしな話だ。上場企業の多くがダイバーシティをお題目のようにあげている。ここで言うダイバーシティとは人種や性別のみならず年齢も当然入るはずだが、日本特有の雇用慣行で日本のダイバーシティという概念からは年齢が抜けているようだ。

日本人の大きな勘違い

最近、2023年の日本のGDPは米国、中国に続いて3番目からドイツに抜かれて4番目になったと報じている。「口惜しい～経済大国の日本が4位に転落した！」と感じている日本人も多い

だろう。しかしよく考えてみると人口1億2,330万人の日本と8,386万人のドイツとを総額で比べることの意味がどこにあるのだろう。下記二つのグラフを見てほしい。左はG7、右はアジア・中東比較で、双方とも各国の一人当たり国民総所得に購買力平価を加味したもので、赤の太いライン

が日本である。G7各国との比較では、すでに数年前から日本の国民総所得は最下位、そしてアジア中東諸国と比較しても一昨年日本の48,480ドルは韓国の51,070ドルに抜かれて最下位となっており、シンガポールの108,036ドルと比較すると半分以下に甘んじている。



出所：世界銀行オープンデータより宝印刷D&IR研究所で作成

日本人の大きな勘違いの一つ目は、この一人当たり国民総所得でも明らかで、前述の「示唆を与える二つのニュース」の一つ目のように圧倒的に所得水準が低いことである。「春闘33年ぶり5%超で妥結 人材確保に配分」などという低い水準の話ではないのである。海外企業と伍して生産性を高めて企業価値をあげるためには、「エッセンシャルワーカー」と開発や営業などの「プロフェッショナル」人材を同じ土俵で語ることはもうナンセンス以外のなにものでもない。日本企業もプロフェッショナルな人材登用で現場に柔軟な権限を与えて、現場の働きやすさを検討すべき時期に来ているのではないだろうか。

少し個人的な筆者の海外勤務時の話に脱線する。海外では、部門のヘッドは常にヘッドハンターと情報交換を行い、同業他社の報酬レベルをチェックすることを余儀なくされる。競合他社がどのような報酬を出しているかを知らずして自社の給与水準を決定できないからである。当然、自社の職位に応じた報酬をヘッドハンターに提供すること

によって、自社の報酬体系が同業のA社、B社、C社（匿名ではあるが）と比べてどのレベルにあるのかが報酬決定前にヘッドハンターから提供される。そして、このような地域動向をフィードバックし、自身チームのパフォーマンスを念頭にチームのボーナスファンドを部門のグローバルヘッドに要求する必要がある。その結果、部門のグローバルヘッドから配分を受けた地域ヘッドはチーム全体の総額（ボーナスプール）からA君にいくら、B君にいくらと割り振ってボーナスを支給し、次年度のベース給を提示する。このようなギリギリとした折衝が部門ヘッドや、自身の部下の間で続く。そして、部門に必要だと感じた部下には最大限の配慮をする。しかし、その部下がボーナス支給の翌日に退職届を出すこともある。その理由は明確である。他社が当社より良い評価をしてくれるのでそちらに乗り換えるというだけの話である。それに比べると日本の企業の管理職は楽だ。「君にはA査定しておいたから」で済むのである。A査定でも会社の業績が悪いと

自動的にボーナスや場合によっては月給が下がるが、管理職も部下も「しょうがないな〜」で済むのでとても楽なものである。

証券会社時代の多くの元同僚が外資系に転職した。そして、もちろん全てではないが、リスクを取った多くの外資系転職組は自身が評価される企業の間を数社渡り歩き、50台半ばで引退し、都内の自宅と別荘を行き来するような生活をしている。グローバル化とはこういう外資系の企業との競争である。人的資本が重要だといくら訴えても本質的にきっちりとペイしない企業はグローバルな戦いで淘汰される。

二つ目の勘違いは、多くの日本企業がダイバーシティ、エクイティ&インクルージョン（DE&I）を謳っているのだが、どうも年齢はエクイティには入らないようだ。DE&IにおけるE、つまりエクイティは能力に対して公平であるという意味である。年功序列という日本のしきたりによって優秀な人材も入社年次の長い社員の給与を超えられない。意味のない会議を主催し、部下の動向チェックばかりしている中間管理職が優秀な部下よりも高い報酬をもらっているケースは多々ある。これは能力に対して果たして公平だといえるだろうか。或いは、前述「示唆を与える二つのニュース」の二つ目のように仕事内容は変わらないのに定年後再雇用で激減する給与は果たしてその能力を公平に評価しているのであろうか。この問題については一部企業で年功序列が廃止され、若くても成果を評価する企業の出現や、定年後の社員でも給与水準は変わらない特別専任職的な優遇策を導入することによって人的資本の見直しをする企業もまだまだ少ないが出てきている。こういった本質的な人的資本投資を行っている企業を投資家は発掘したいと考えているのではなかろうか。

こういった前向きへの対応は日本における空気を読めない海外投資家を意識してどんどん前向きに開示すべきだと感じる。

人的資本開示で最低限必要なこと

人的資本開示で投資家が知りたいことは二つある。一つはマテリアルだと判断される表面的なリスクとしての人的資本開示であり、もう一つは本質的なリスクと、機会としての人的資本開示である。

表面的なリスクサイド

表面的なリスクについてはある意味簡単で、これはISSBのスタンダードが基本となる。ISSBの評価基準におけるリスクは「労働慣行」、「従業員の健康や安全性」、「従業員や採用における多様性と多様性におけるエンゲージメントやインクルージョン」、そして「従業員の誠実性」の4つに絞られる。その理由は以下のようにISSBスタンダードのベースラインとなるSASBスタンダードを読み解くことにある。

ISSBスタンダードは、今のところIFRS S2（気候変動開示）以外発表されていないが、今後S3、S4と続くのであろう。ただ、S2導入の業界別ガイダンスはサステナビリティ会計基準審議会（SASB）スタンダードから派生しており、人的資本開示においてもおそらくSASBスタンダードにおける人的資本関連が基本になるだろう。SASBスタンダードは11セクター、77業種という産業別に機械的に開示項目を決定し、その評価基準に従って開示を進めるというものである。そして、それらの開示項目にはそれぞれコードが振られている。例えば、自動車会社であれば「運輸」セクターの「自動車」業種になり、自動車業種の人的資本関連のトピックは「労働慣行」で評価基準「団体労働協約の対象となるアクティブな労働力の割合」となり、そのコードは「TR-AU-310a.1」といったものである。「TR」は運輸セクター、「AU」は自動車産業、「310」は労働慣行を意味する。

このようにSASBスタンダードの人的資本関連に関する評価基準を全て抜き出すと11セクター、

45業種となりそれぞれの評価基準はのべて97項目となる。つまり、一つの産業あたりの平均評価基準は2.16個となる。

自動車会社であれば人的資本関連における非財務情報の開示に関しては「TR-AU-310a.1」で規定された評価基準「団体労働協約の対象となるアクティブな労働力の割合」と、「TR-AU-310a.2」の評価基準「(1)作業停止数と(2)総遊休日数（開示には、各作業停止の理由、操業への影響、および取られた是正措置の説明を含めなければならない）」の二つである。

11セクター、77業種全てでSASBスタンダードにおける人的資本関連の項目を検索すると「310」の労働慣行、「320」の従業員の健康や安全性、「330」の従業員や採用における多様性と多様性におけるエンゲージメントやインクルージョン、「510」の従業員の誠実性という4項目に整理できる。つまり、リスクサイドからの非財務情報開示項目はこの4項目に収斂し、これらを機械的に開示すると投資家のニーズは満たされることになる。

本質的なリスクと機会サイド

本質的なリスクと機会についてはかなり複雑で、対応を取っている企業と取っていない企業の差が出るであろう。ただ、開示という観点でみると海外企業のアニュアルレポートや統合報告書等と明らかに日本企業のそれでは圧倒的な差が出る。多くの日本企業も自社の開示資料の中で現在の人的資本や将来における人的資本への投資、採用、教育といった開示は行われている。海外と日本企業の差は一概に言えないが、多くの企業ではその具体性の有無だと感じる。海外企業のアニュアルレポートでは、例えば、今後のキャッシュフロー拡大を意識する際の必要人材についての具体的な記述と既存のマンパワーと不足するマンパワーを人数ベースであげ、それらの補充のための新規採用と、既存社員に対する研修内容などをかなり

具体的に述べている企業が多い。これは簡単なようだけれども対応を取っていない企業にとってはとても難しい。このような具体性は実際にゴールを決めた数値に対してそのゴールに到達するまでのプロセスを議論して、それらプロセスごとに決められた数値（KPI）を決めて、現状に透明性を持たせる努力が必要だ。日本企業の多くが掲げているKPIは実はKey Performance IndicatorではなくKey Goal Indicator、つまりKGIである。多くの企業がKPIとする売上や営業利益、或いはROEはゴールであって、本来はそのプロセスに対する指標が必要になり、それらがKPIであろう。海外の企業は、このようなプロセスを開示しているので開示されたアニュアルレポートは具体的であると感じるのだろう。仮に、これらプロセスにおける指標を含めた議論までなされているのであれば、それらを開示することこそ意味があると思う。

また、とても重要なポイントは（開示するかしないかは別にして）、競合他社に打ち勝つための戦略的な人的資本に対する考え方を明確にしておくことが必要であろう。例えば、本コラムを書くにあたっていくつかの企業の知人にシニア人材の登用についての話を聞いた。ほとんどの企業が65歳までの雇用延長を行っているが、先にあげた自動車教習所のようにシニア社員の給与は激減している。しかし、中には普通のシニア社員とは報酬で差が出るシニア専任職や特別職という年齢に関係なく相応の報酬を稼ぐ制度を導入している企業も出てきているようだ。こういった具体的な人材確保手段及び人材の活用を当たり前の事としてではなく空気を読めない海外の投資家には進んで開示すべきではないだろうか。すべての企業にグローバルな比較が有効であるとは思えないが、少なくとも商品やサービスが日本に留まらない場合、有為なる人材の確保のための戦略が必要である。

人的資本開示で今後必要なこと

先日、海外在住でIR支援をしている方とリモートで話す機会があった。多くの事を教えてもらったが、一つとても印象的だったのは「機関投資家からバランスシートの最適化を求められる中で、自社株買いしたトレジャリーストックの消却を求められていた。しかし、消却するだけでは意味がないと考え、人的資本への投資という観点から、それら自社株を従業員に付与するという解決方法を提示した。その結果、投資家から評価されると共に株価は上昇した」という話だった。人的資本への具体的な対応は評価されるのである。

先の「特定任期付自衛官制度」の報道で失礼ながら、「男性に丸刈り、女性にショートヘアを強いてきたが、こうした頭髪ルールも今年度から廃止する」という少し笑ってしまったものがある。これはある意味象徴的な動向で普通の日本企業もこの事例に倣って足元から再検討すべき事項があるのではなかろうか。この報道では「防衛省で開かれた有識者検討会で隊員が働きやすい環境をつくり、国防を担う優秀な人材を確保していくと語った」としているが、丸刈りやショートヘアといった極端に時代遅れと感ずる話でないまで

も、もう一度足元から検討し直すことが必要な企業が多いのではないだろうか。例えば、自社の常識が果たしてグローバルに展開する競合企業と比較すると非常識になってないか、採用の多様化等で得た人材を自社の色に染める教育よりも、多様な人材の獲得から得た情報で自社の非常識さを認識し、それらを改革することが今後求められるのではないだろうか。

人的資本に関して多くの開示をしている企業でも過去から現在にかけて従業員への給与支払いが全然伸びていないということでは投資家は納得できないだろう。また、単に女性管理職比率や男性育休取得率が開示されていてもグローバルな投資家には響かないのではないだろうか。本質的な議論、例えば、ビジョンを実現するための課題は何か、そしてその課題をクリアするために不足しているリソースを特定し、不足する人材の新規採用、或いは既存の従業員のリスキリングによっての対応、そしてそれらにどの程度の投資を行うのかなどの足元を見つめ直すような議論を行い、その上で人的資本についての開示項目を決定すべきであろう。

注：CSDDDは3月15日の欧州議会理事会常駐代表委員会（COREPER）で採択された後、法務委員会（JURI）の承認を得て4月22日～25日（予定）フランスのストラスブールで開催される全議員による本会議で最終投票され、成立の見込み。しかし、本コラム記載時ではまだ最終承認を得ておらず、「依然として不確実である」と述べる識者がいることに留意。