

第 I 部 総論

第1章 調査研究の拝啓、ねらい、概要

第1節 「知的資産経営」の時代

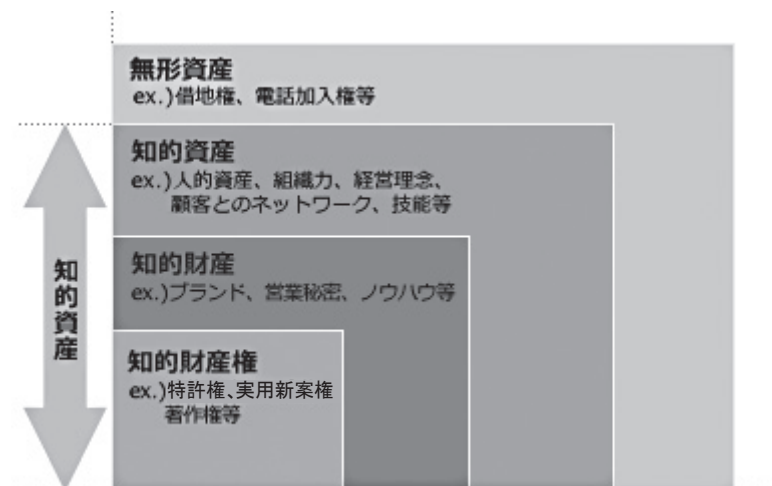
グローバル化、グローバル競争という言葉が使われ始めてから、すでに久しい。企業それぞれが自らの強みを生かして、国境など関係なく競合他社との競争をしながら企業活動を続けようとするところこそ、グローバル競争の本質であろう。

当然のことではあるが、その競争を勝ち抜くためには、各企業がそれまで培ってきた、その企業ならではの強みや特徴をいかに十分活用するのか、できるのかが、もっとも重要な点となる。そうした中で、以前から指摘されてきたのが「知的資産」、そして、「知的資産経営」という言葉である。

「知的資産」とは、「企業における競争力の源泉である、人材、技術、技能、知的財産（特許・ブランドなど）、組織力、企業理念、顧客とのネットワーク等、財務諸表に表れにくい経営資源の総称」であり、その活用の連鎖が「知的資産経営」と考えられる（山本・俣野、2009、p.2）。

経済産業省によれば、図表 1-1 にみるように、「知的資産」の全体像は、法的な裏付けのある「知的財産権」を核として、「知的財産」、「知的資産」を含み、その外延にはさらに無形資産がある。

図表 1-1 知的資産と知的財産



出所：経済産業省「知的財産権、知的財産、知的資産、無形資産の分類イメージ図」、
(http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/teigi.html)

知的資産の中で、これまでもっとも関心を持たれてきた一つが、人的資産であろう。企業の長期的な成長・発展にとって人的資産価値の向上は重要であり続けている。その傾向はますます強まることは確実であると思われる。このことが広く確認されていることにまちがいはないが、それと関連して、問題であり続けてきたのが、「では、その貴重な人的資産価値

をいかにきちんと計るのか、それが可能であるのか」という点である。すわなち、財務諸表に表れる数々の項目と同様に、会計基準に組み入れることが可能であるのかが以前から問われてきたことも周知のとおりである。

現在でもその検討は続いているものの、少なくとも現時点での結論は、否である。「人的資源の重要性は、従来からの議論のテーマでありながら、未だ有効な会計手法は確立されていない」（持永、2006、p.8）。それが重要であるとの共通認識があるにもかかわらず、国際会計基準においても、その点が認識されてこなかった理由は、「主に①資産の認識基準を満足しない、②信頼性のある測定値を入手できない」（島永、2013、p.73）ことにある。こうした状況は、現在でも変わってはいない。

ただ、これらはいくまでも、会計基準として人的資産をいわば数値化することが可能であるのかという観点からの議論である。なぜ、それが未だに可能とはならないのかを延々議論していても、われわれの関心からすれば、得ることはあまり多くはない。厳格な会計基準に組み入れる考え方や手法を検討するという話はひとまずおき、われわれが検討すべきなのは、企業の総合的な経営力を判断するという観点から必要となる人的資産の問題である。そのように考えると、より重要と思われるのは、人的資産に関する「情報の開示・伝達」である。会計基準に組み入れることを検討する最も重要な趣旨・目的の一つは、企業外に当該企業が持つ人的資産の状況を明確に、わかりやすく伝える、開示することにあるためである。

先ほども述べたように、人的資産が重要であるということは、長きにわたって広く確認されてきたことである。そうした情報を何らかの形で正確に、ステークホルダーに伝達することができるのなら、たとえば、以下のようなメリットをも考えることが可能となる（経済産業省、「知的資産経営を開示・評価する意義」、

(http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/igi.html)。

- ①企業価値が増大する：ステークホルダーから適切な評価を受けることができるので、企業が持つ実力を正しく評価される
- ②経営資産が最適に配分される：情報開示プロセスの中で、自社の知的資産を再認識し、価値創造につながる経営資源への最適な配分をもたらす
- ③資金調達が可能になる：企業の信頼を高めることで、投資家などから評価され、資金調達が有利になる
- ④従業員のモチベーションが向上する：情報開示で、個人の仕事が自社の将来価値にいかにか寄与するかが明確になり、士気が向上する
- ⑤知的資産への再投資が可能となる：企業価値が増大し資金調達が容易になると、更なる知的資産経営の取り組み、そのための投資が増大する。知的資産、価値創造のメカニズムがいつそう強化され、さらなる情報開示へとつながる。

はたして、このように当該企業のみならず、投資家、従業員などのステークホルダーのためにきわめて好ましい循環が即座に成立し機能するのかは、現時点では定かではない。そうした点を明らかにするためにも、本プロジェクトにおいて、情報開示をめぐる現状と問題点を探っていく。

第2節 企業価値を計る考え方

上で述べたように、企業の持つ有形無形の資産をいかに正確に計るのかは、今後、ますます重要性を増していく。その際の資産を、より広義に捉えるのなら、財務諸表中の項目のみならず、経済のグローバル化と競争激化の中で、現時点での競争に負けないように対処すると共に、常に新しい動きや動向に対して、いかなる対応を準備しているのかという点も含まれよう。通常の企業活動を営む場合に、周囲のみならず広い意味で様々な環境へ配慮することが必要と言われて久しい。そうした方向性はさらに進化しつつある。

昨今、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。すなわち、投資するために企業の価値を測る材料として、これまではキャッシュフローや利益率などの定量的な財務情報が主に使われてきたが、それに加え、非財務情報であるESG要素を考慮する投資を「ESG投資」¹という。このESGという言葉が知られるようになったのは、周知のとおり、2006年に当時の国連事務総長であるアナン氏が、機関投資家に対して、ESGを投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」(PRI, Principles for Responsible Investment)を提唱したことがきっかけとなっている。

ESGに関する要素はさまざまであるが、例えば「E」は地球温暖化対策など、文字どおり、環境へ配慮した対策である。「S」は従業員の健康や女性従業員の活躍、そして、「G」は取締役の構成などを指す。投資を行う際、当該企業が本当にそうした配慮をしつつ、企業活動を実施しているのかが、きわめて重要になりつつある。

本調査研究では、そうしたESGの中でも、「社会(S)」の部分に着目する。上でも触れたように、従業員の健康や女性従業員の活躍などを含む射程の広がり、これまで人事管理上の課題として取り上げられてきた項目と、相当程度重なるためである。

現在、投資に関するプロフェッショナルである投資家が、中長期的な視野から投資を行う際、「社会(S)」に関する非財務情報を本当に考慮しているのであろうか。考慮していると

¹ ESG投資に似た概念としては、社会的責任投資(SRI, Socially Responsible Investment)があるが、SRIがまずは倫理的な価値観を重視することが多いとされるのに対し、ESG投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があるとされている。公的な法人である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、当該法人にとってのESG投資とは、「年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする」というGPIFの投資原則に沿い、受託者責任を果たすことができる投資手法であると考えている」と述べている。
(<http://www.gpif.go.jp/operation/esg.html#a>)

すれば、そうした非財務情報のうち、どのような項目、たとえば、若手や女性の活用など、人的資産に関する要素のうち、どの部分には着目し、あるいはしていないのか、それを探る必要がある。さらには、そうした人的資産情報と実際の投資パフォーマンスや企業業績とは、何らかの関係があるのであろうか。

こうした点に関する研究は、あまり進んでいない。その中で、現時点では主たる検討結果の一つといえる日興リサーチセンター（2016）では、以下のような知見が得られている。

調査目的としては、ESG投資の概要を明らかにすることであり、そのために、ESG投資手法を類型化し、調査対象国（日本、および、イギリス、フランス、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、アメリカ、カナダ、オーストラリア）の市場規模、投資プロセスの特徴を検討している。

ESG投資のアプローチ（投資手法）として、「ネガティブ・スクリーニング」（特定の業種、特定のテーマに関する業種や個別企業を投資対象から除外する）や「ポジティブ・スクリーニング」（ESGにおいて評価が高い業種や企業を選んで投資する）、「ESGインテグレーション」（投資プロセスにESG要素を組み入れて投資判断（銘柄選択）を行う）といった分類をしている（p.2）。その上で、現在のESG投資の資産規模を検討すると、世界的にみた場合、全体の規模は21.4兆米ドル（約2,580兆円）と推計され、内訳では、ヨーロッパが63.7%、アメリカが30.8%と、その2つで、大多数を占めている。アメリカ1国では792兆円である時、日本は48.6兆円ときわめて少ない（pp.4-5）。

女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況を、機関投資家を対象として調べると、①ESG投資（責任投資）のアプローチ（投資手法）はESGインテグレーションが中心であること、②議決権行使やエンゲージメントにおいてはガバナンスの問題が最優先課題であること、③投資パフォーマンスを向上させるためにESG情報を積極的に活用していることが明らかとなっている。

検討結果の全体としては、①ESG投資の手法は、世界的にみるとネガティブ・スクリーニング及びESGインテグレーションが主要なアプローチであること、②ESGの要因別にみると、機関投資家は、ガバナンスの要因を重視するケースが目立っており、企業の長期的な価値創造において重要な要素と考えられている様子がうかがえる、③機関投資家は、意思決定機関におけるダイバーシティの推進が取締役会の機能をよりよいものとし、企業経営や投資パフォーマンスにプラスの影響を与えるとの認識から、コーポレート・ガバナンスにおける取締役会のジェンダー・ダイバーシティに注目していること、④機関投資家、ESG情報提供機関の何れも、ガバナンスにおける重要な指標として、ダイバーシティを指摘している、といった結果が明らかとなっている。

こうした国際比較調査で明らかになりつつある状況と、現在のわが国の状況とは、どの程度の相違がみられるのであろう。ESGそのものにどの程度注目し、そして、ダイバーシティを含むガバナンスの問題をどのように認識し、対応しようとしているのであろうか。

こうした点を、アンケート調査やデータ分析を通じて明らかにすることが、本調査研究の目的である。今後、こうした考え方が普及していけば、より効率的で働きやすい環境を整える・支援する企業が、投資家に選ばれる企業となっていく。ただ、企業内の環境を整備するだけでは、投資家など、企業外の人々にはわからない。環境整備と共に、より重要となるのは、そうした情報を外部に向けて、公開・発信することである。企業側も、人的資産に関する情報開示をさらにすすめ、残業時間の削減やワークライフバランス施策に積極的に取り組み企業が投資家に選ばれる、支持されるという好循環を想定できれば、それらは、皆が働く側の個々の状況に合わせながら、多様な働き方を選択できる社会を実現していこうとする「働き方改革」の趣旨にも近づいていく。中長期的に、きわめて重要な課題である。

第3節 検討の視角・検討すべき項目

上記のような問題意識から、われわれは、以下のような視角や項目から、現状と課題を検討することにした。

- ①企業は、現在、人的資産情報のうち、どのような項目を公開しているのか
- ②企業は、現在、人的資産情報の項目について、どの程度公開しているのか
- ③残業時間の程度、ワークライフバランス施策の整備状況、多様な人材活用などは、企業業績、企業価値に影響をおよぼしているのか
- ④人的資産情報の公開は、企業業績や企業価値に影響をおよぼしているのか
- ⑤投資のプロとしての機関投資家、そして、投資に積極的に関わっている個人投資家は、投資を行う際、人的資産情報に関する要素を、どの程度考慮しているのか、考慮しているとすればどのような項目を重視しているのか、そして、今は情報開示がなされていなくても、「どのような情報であれば、公開を望んでいるのか」

第4節 調査・研究の方法

1. アンケート調査は、以下の方法で実施した。

①企業調査

対象：東京証券取引所に上場する企業、3,583社

調査実施時期：2018年1月27日～2月19日

有効回収：216票、回収率6.0%。

②機関投資家調査

対象：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。

調査実施時期：2018年1月27日～2月19日

有効回収：170票、回収率8.7%。

③個人投資家調査

対象：調査会社のモニター登録会員を対象にしたインターネット調査

サンプル数：3,131 票

期間：2018年1月26～31日

2. パネルデータ分析

上記のアンケート調査によるクロスセクション分析を補完するために、データベースからパネルデータを作成し、現在までのトレンドを可能な限り、検討した。

データセット：『CSR企業総覧』（東洋経済新報社）と『日経NEEDS』の財務データをマッチングした企業単位のパネルデータ。

期間：2010年～2015年

対象：日本の上場企業

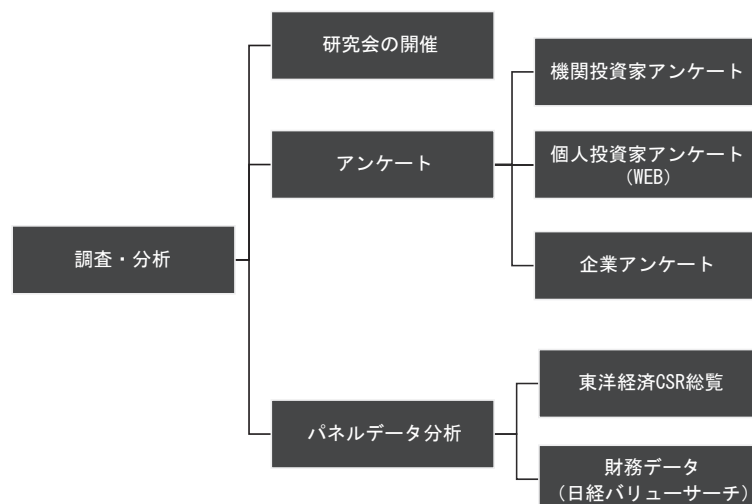
これらのデータセットを用いて、2つの分析を行っている。

第1には、企業業績を表す指標として総資産経常利益率（以下、ROA）と全要素生産性（以下、TFP）を被説明変数として、女性活躍の程度を表す指標として、男女計の従業員数に占める女性従業員数（以下、従業員女性比率）、男女計の管理職数に占める女性管理職数（以下、管理職女性比率）、女性従業員数に占める女性管理職数（以下、女性管理職登用率）を説明変数とした分析である。

第2には、企業が労務管理施策をどの程度開示しているかを表す「情報開示スコア」を作成し、この「情報開示スコア」とトービンのQの関係を分析した上で、労務管理施策情報を開示している企業を対象に、どのような労務管理施策を行うことが企業価値を高め得るのかを分析した。

【参考】

プロジェクト全体の概念図



【参考文献】

島永和幸 2013 「人的資本の本質的特性と使用権モデルに基づく新しい認識アプローチの探求」、『国際会計研究学会年報 2013 年度 第 1 号』

日興リサーチセンター 2016 『「平成 27 年度司法市場における女性活躍状況の見える化と女性活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査」』報告書〈概要版〉

持永勇一 2006 「企業の経営行動からみた会計及び税制のポイント」、『企業会計・ディスクロージャーと税制等の将来像について（展望と課題）』

山本英一・俣野敏道 2009 「知的資産経営評価融資について」、『ぷりずむ』、vol.7, No.84

第2章 分析結果の総括と政策課題

第1節 はじめに～調査研究の概要と本章の構成～

1. 調査研究の背景とねらい

わが国政府は、「長時間労働の是正や多様な働き方等、上場企業における働き方に関する方針の開示の在り方等についても検討した上で、来年度からの実施を目指し、本年度中に対処方針を取りまとめる」とした日本再興戦略 2016（平成 28 年 6 月 2 日閣議決定）を受けて、人的資産情報に関する情報開示ガイドライン（仮称）の策定の適否を含めて検討を予定している。そのための基礎的な情報を提供することが本調査研究プロジェクトの役割である。

最近の投資家の投資行動には、①企業価値を中長期的な観点から評価する、②そのため ESG（環境、社会、ガバナンス）等の非財務指標を重視する、③その一環として人的資産にも注目する、という動きがみられ、「人的資産の情報開示」を進める基盤は整いつつあるように見える。しかし、「人的資産の情報開示」の現状は十分明らかにされておらず、情報開示ガイドラインを作成するにあたっては、その実態を正確に把握しておく必要がある。

そこで本調査研究プロジェクトでは、「人的資産の情報開示」の実態を以下の観点から明らかにする。

- ①投資家は投資決定にあたり、人的資産の「何」を「どの程度」考慮し、そのための情報を「どのように」入手しているのか。また、そのことが投資パフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのか。
- ②企業は人的資産について、「何」の情報を、「何のために」、「どの程度」開示しているのか。また、人的資産の状況、「人的資産の情報開示」と企業業績の間にどのような関係があるのか。

2. 調査研究の方法

本調査研究プロジェクトは以上のねらいに対応して、①アンケート調査によって「人的資産の情報開示」の実態を把握する、②企業の CSR 活動、財務状況の開示情報を活用して人的資産と企業業績の関係を分析する、という 2 つの分野から構成されている。

前者の分野では以下の 3 つのアンケート調査が行われ、その分析結果は括弧内に示した章に所収されている。

①投資家対象のアンケート調査

○機関投資家対象の「機関投資家調査」（第Ⅱ部 2 章）

○個人投資家対象の「個人投資家調査」（第Ⅱ部 3 章）

②企業対象のアンケート調査

○「人事情報の「見える化」に関する企業調査」（第Ⅱ部第 1 章）

もう一つの開示情報を活用した分析では、企業の CSR 報告書、財務データから作成した

パネルデータを用いて2つのパネルデータ分析が行われている。

- ①女性活躍推進と企業業績との関係についての分析（第Ⅱ部第4章）
- ②人的資産に関わる情報開示、取組みと企業価値の関係についての分析（第Ⅱ部第5章）

3. 本章の構成とねらい

この章は、本節以外に6つの節から構成されている。第2節～第6節は報告書の第Ⅱ部第1章から第5章のなかで「明らかにされた主要な点」を整理した部分であり、アンケート調査分析に対応するのが第2節から第4節、パネルデータ分析に対応するのが第5節から第6節である。

第7節は結論にあたる部分であり、そこでは、第2節～第6節で整理された「明らかにされた主要な点」を踏まえて、「人的資産の情報開示」の現状の特徴と課題を明らかにし、「人的資産の情報開示」の今後のあるべき方向とそれを実現するための政策の方向を提言する。

第2節 企業の人事情報の開示行動～『人事情報の「見える化」に関する企業調査』の結果

1. 調査のねらいと方法

「どのような企業」が「どのような人事情報」を、「どのように」社外に開示しているのか。この人事に関わる情報開示の現状を、企業を対象にしたアンケート調査に基づいて明らかにすることが第Ⅱ部第1章のねらいである。

このために次のような調査方法がとられている。「どのような人事情報」については、労働時間、ワークライフバランス、ダイバーシティーに関わる3つの人事分野に焦点を当てている。人事管理は多くの分野、制度、施策から構成されているので、その全てについて情報開示の現状を明らかにすることは難しく、特定の分野、制度、施策に限定することが必要になる。そこで、今回の調査が政府の掲げる働き方改革の一環として行われていること、働き方改革が企業が多様な人材を活用する（つまり、多様な人材が活躍する）ための環境整備を重視していることから、上記の多様な人材の活用・活躍に関わる3つの人事分野を取り上げている。

さらに個々の分野には多様な施策・制度があるため、上記のように人事分野を限定しても、分野の視点から情報開示の現状を正確に把握することは難しい。たとえば企業にとって、有給休暇取得促進施策を公開しているかについては答えることができても、労働時間に関わる施策・制度全体の公開を問われても答えることは難しい。つまり個別の施策・制度まで下りないと開示の状況を正確に捉えることは難しい。しかし、他方では各分野を構成する全ての施策・制度を取り上げることも難しいので、ここでは、各分野の代表的な施策・制度を取り上げて情報開示の状況を把握する、つまり、代表的な施策・制度から人事分野の情報公開の状況を把握するという方法をとっている。このようにして取り上げられた人事管理の分野と個別の施策・制度は図表2-1の「人事分野」と「人事施策」の欄に示してある。

図表 2-1 企業の情報開示の概況

人事分野	人事施策	実施企業 比率 (%) ※ 1	「実施企業」における情報開示について			
			情報開示 企業比率 (%)	開示企業における開示の状況		
				主な情報提供 対象者 (%) ※ 3	情報開示に積極的な 企業の特徴	(施策効果指標との関係) 積極開示企業の特徴 《効果指標》 ※ 4
労働時間	有給取得促進 ※ 1	85.2 (71.8)	39.1	人材募集対象者 51.4 特定なし 44.4	大手企業、東証 1 部上場、 高外国資本比率、高機関 投資家比率	HP 企業、P 改善企業 《有給取得率》
	残業削減 ※ 1	90.7 (84.7)	33.2	人材募集対象者 47.7 特定なし 47.7	大手企業、東証 1 部上場、 高外国資本比率、高機関 投資家比率	P 改善企業 《週平均残業時間》
ワークラ イフバラ ンス	仕事・育児両 立支援 ※ 1	90.3 (79.6)	43.6	特定なし 54.7 人材募集対象者 38.7 株主 22.7 顧客 21.3	大手企業、東証 1 部上場、 高外国資本比率、高機関 投資家比率	— 《育児休業者の復職率》
	仕事・介護両 立支援 ※ 1	81.5 (58.3)	45.8	特定なし 66.7 人材募集対象者 22.2 株主 22.2	大手企業、東証 1 部上場、 高外国資本比率、高機関 投資家比率	— 《介護休業者の復職率》
ダイバー シティ	女性社員活用 ※ 1	77.8 (63.4)	54.1	特定なし 55.7 人材募集対象者 29.1 株主 26.6	大手企業、東証 1 部上場、 高外国資本比率、高機関 投資家比率	P 改善企業 《女性管理職比率》
	非正社員活用 ※ 2	61.1	15.2	人材募集対象者 45.0 特定なし 35.0	高外国資本比率、高機関 投資家比率	— 《正社員転換者数》
	高齢者活用 ※ 2	28.2	27.9	人材募集対象者 47.1 株主 35.3 特定なし 35.3 グループ企業 29.4	東証 1 部上場、高外国資 本比率	
	障害者活用 ※ 2	80.1	26.6	特定なし 43.5 株主 32.6 顧客 30.4 人材募集対象者 28.3	大手企業、東証 1 部上場、 高外国資本比率、高機関 投資家比率	P 改善企業 《障害者雇用率》

(注) ※ 1 人事施策に「積極的」「ある程度積極的」「あまり積極的でない」の合計比率。括弧内は「積極的」＋「ある程度積極的」の比率。

※ 2 非正社員活用は「正社員転換制度」でみているので実施企業比率は「正社員転換制度」を行っている企業の比率である。高齢者活用は「定年延長、定年制廃止」でみているので実施企業比率は「定年延長、定年制廃止」を行っている企業の比率である。「障害者活用」は障害者雇用率でみているので、実施企業比率は障害者を雇用している企業の比率である。

※ 3 表中の数値は各項目の回答企業比率であり、表中には回答率 20% 以上の項目を示してある。

※ 4 欄中の HP 企業は「効果指標からみてパフォーマンスの高い企業」、P 改善企業はパフォーマンスの改善がみられる企業を指している。

つぎの「どのように」については、「情報開示の有無」「情報開示の対象者」「情報開示媒体」等からみている。最後の「どのような企業」については、企業規模、業種等の経営特性とともに、資本の性格によって情報開示に対する経営行動が異なると考えられるため、上場している市場と資本構成の特徴（外国資本比率、機関投資家比率）からみている。

2. 明らかにされたこと

まず注目すべきことは回収率が 6.0% と非常に低いことである。この理由を正確に把握することはできないが、人事情報を社外に開示することに取り組んでいる企業が少ないうえに、多くの企業がそれを重要な経営課題と考えていないことが背景にあると考えられる。そのた

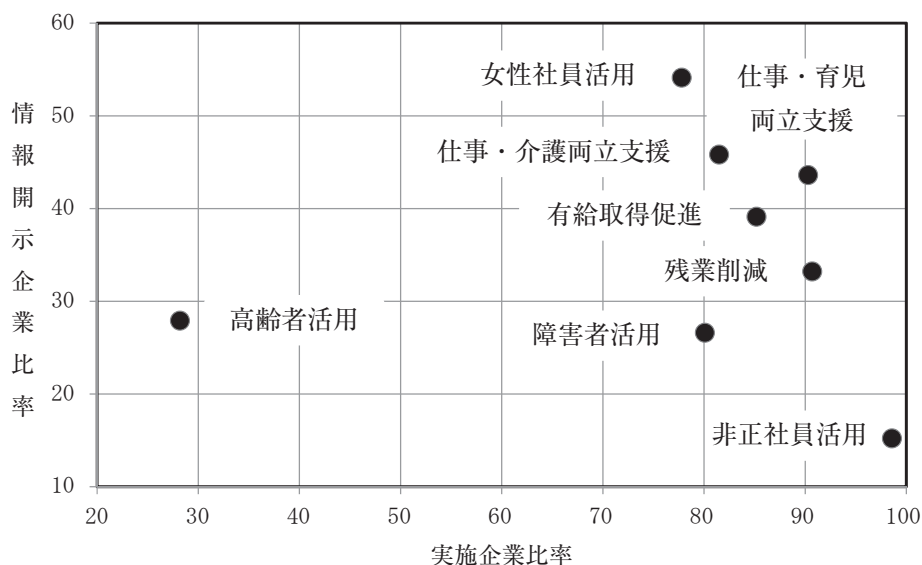
め、これから紹介する調査で明らかにされたことは、わが国企業全体の状況を正確に表現していることにはならず、情報開示に積極的に取り組んでいる（あるいは、取り組むことが重要と考えている）企業の状況であると考えてほしい。

(1) 施策実施と情報開示の関連

図表 2-1 は「明らかにされたこと」の概要を示したものである。まず実施企業比率と情報開示企業比率との関連についてみることにするが、そのさいには、施策によって実施企業比率の取り方が異なることに注意してほしい。非正社員活用は「正社員転換制度」のある企業を、高齢者活用は「定年延長あるいは定年廃止」をとる企業を、障害者活用は「障害者を雇用している」企業を実施企業としているのに対して、それ以外の施策は、当該施策に「積極的」「ある程度積極的」あるいは「あまり積極的でない」企業を実施企業としている。また情報開示企業比率は、実施企業のなかで情報を開示している企業の割合である。

まず注目されることは、多くの企業が取り組んでいる施策だから情報を開示する企業が多くなるという関係にはないということである。実施企業比率と情報開示企業比率の関係を改めて整理した図表 2-2 をみると、高齢者活用、障害者活用以外の施策については、実施企業比率の低い施策ほど情報開示企業比率が高いという関係にある。さらに個々の施策についてみると、情報開示が最も進んでいる施策は「女性社員活用」であり、それに続くのが「仕事・介護両立支援」と「仕事・育児両立支援」である。「女性社員活用」で最も問題になることが仕事と育児の両立支援であることを考えると、ワークライフバランス関連が最も開示の進んでいる人事分野といえるだろう。それに対して「有給取得促進」と「残業削減」からなる労働時間分野をみると、取組状況はワークライフバランス関連と遜色がないものの、情報開示はやや遅れている。

図表 2-2 企業の情報開示の概況



以上の2つの人事分野と全く異なる動きをしているのが、「女性社員活用」を除いたダイバーシティー分野であり、実施企業比率の高低にかかわらず情報開示が遅れている分野である。その典型が「非正社員活用」であり、99%の企業が取り組んでいるにもかかわらず、その情報を開示している企業は15.2%と、他の施策に比べて著しく少ない。また「高齢者活用」、「障害者雇用」を開示している企業は、同施策を実施している企業の4分の1程度にとどまる。

(2) 情報提供対象者の特徴

「主な情報提供対象者」についてみると、全ての施策を通して「特定していない」と「人材募集対象者」が主要な対象者になっている。そのなかで「人材募集対象者」を第一にあげている施策は労働時間分野の「有給取得促進」「残業削減」とダイバーシティー分野の「非正社員活用」「高齢者活用」であり、とくに正社員を念頭に入れると、企業は人材確保のために労働時間に関わる情報を開示することを重視していることが分かる。それに対して「特定していない」を第一にあげているのは「障害者活用」とともに、「仕事・育児両立支援」「仕事・介護両立支援」「女性社員活用」「残業削減」のワークライフバランスに関わる施策群であり、これら施策の情報開示は特定の対象者に対応するというより、企業の社会的評判の向上をはかるために行われていると考えられる。

もう一つの注目される対象者は「特定していない」「人材募集対象者」に次いで指摘の多い「株主」である。「株主」が主要な対象者として指摘されている施策は、「仕事・育児両立支援」「仕事・介護両立支援」「女性社員活用」「高齢者活用」「障害者活用」であり、ほぼ第一の対象者として「特定していない」をあげた施策と等しい。企業の社会的評判の向上をはかる情報開示を行うさいには、「株主」がかなりの程度意識されていることがうかがえる。

(3) 情報開示に積極的な企業の特徴

最後に「どのような企業」が情報開示に積極的なのかについては、施策を超えて共通した傾向がみられ、企業規模では大手企業で、上場先市場では東証1部に上場している企業で、資本構成では外国資本比率と機関投資家比率の大きい企業で、情報開示が積極的に行われている。

さらに施策効果指標（この指標の詳細については図表2-1を参照）との関連をみると、企業は施策効果水準が高いからというより、施策効果が改善されたから情報開示を行う傾向が強く、その傾向は「有給取得促進」「残業時間削減」「女性社員活用」「障害者活用」でみられる。

第3節 機関投資家にとっての情報開示～機関投資家調査の結果～

1. 調査のねらいと概要

第Ⅱ部第2章では、金融庁発表の「適格機関投資家」リストに掲載されている機関投資家を対象にしたアンケート調査の結果に基づいて、「どのような」機関投資家が「どのような」

財務情報、人的資産等に関わる非財務情報を「どの程度」参考にして、投資決定を行っているのかを明らかにしている。

回答した機関投資家の特徴は、設立年からみると、1960年以前がほぼ2/3を占めることから歴史のある企業・組織が多く、業種別には、信用金庫（30.0%）と銀行（18.2%）の両者でほぼ半数を占めている。

なお以下では、市場が企業に求める情報開示が国内と海外では異なると考えられることから、機関投資家が行う投資を国内株への投資と外国株への投資に分けて分析することにする。

2. 国内株への投資の場合

(1) 投資決定のための経営指標

機関投資家が投資決定のさいに最も重視する経営指標は、営業利益や経常利益などの「収益性」（「考慮する」＋「どちらかといえば考慮する」が97.0%）、売上高や市場シェアなどの「成長性」（97.6%）であり、ROEなどの「株主資本の効率性」（91.8%）、ROAなどの「資産活用の効率性」（90.6%）が続いている。それらに比べて「ESGなどの非財務情報」は重要度が低くなるが、それでも61.8%の機関投資家が「考慮する」あるいは「どちらかといえば考慮する」としている。

(2) 投資決定のための情報と情報入手媒体

機関投資家が投資決定のさいに参考にする情報を明らかにするために、ここでは企業の公表するIR情報の何が参考にされているかをみている。機関投資家が参考にしてしている主な情報は「業績、財務情報」（「参考にしてしている」機関投資家比率95.3%）であり、「事業内容」（80.6%）、「株価や債券価格」（77.1%）、「経営戦略、経営計画や経営目標」（76.5%）、「業界動向」（76.5%）が続いている。それらに比べると「働き方や人材活用などに関する情報」（16.5%）、「環境政策」（15.9%）、「CSR活動に関する情報」（12.9%）などのESG関連情報を参考にする機関投資家は少ない。

それでは、機関投資家は投資に必要な情報をどのような媒体を通して入手しているのか。最も重要な媒体は、6割を超える機関投資家が「重要であった」と指摘する「会社四季報、会社情報」「アナリストによるレポート」「一般の新聞・雑誌」「決算短信」であり、5割前後の「証券会社の社員等」「有価証券報告書」「企業のHP」「投資情報新聞・誌」「企業のIRサイト」「ニュースリリース」が次いでいる。以上のことは設立年によって異なり、社歴の長い機関投資家ほど「会社四季報、会社情報」の伝統的な媒体を、短い機関投資家ほど「企業のホームページ」や「企業のIRサイト」などのネット系の媒体を重視している。

(3) 投資と人的資産情報

(人的資産情報の投資への影響)

それでは人的資産に関わる、どのような情報が機関投資家の投資決定に影響を及ぼしているのか。ここでは、それを人的資産向上の「取組み全体」と「個々の取組み」の2つの面からみることとする。

まず前者については、前述した「働き方や人材活用などに関する情報」の人的資産情報に対する関心の低さを反映した結果になっている。「事件や事故、不祥事」のネガティブ情報が「影響する」とした機関投資家は44.1%にのぼるものの、その他の人的資産向上のための取組みの内容や成果に関する4項目（「内容が開示されているか」「内容が改善されているか」「目標が達成されたか」「内容が他社より優れているか」）は「影響する」が10%前後にとどまる。しかし、それでも「影響する」＋「どちらかといえば影響する」をみると、この4項目でも4～5割になる。

(考慮する人的資産向上の取組み情報と考慮する理由)

つぎに人的資産向上の「個々の取組み」の情報（「取組み情報」）が投資決定にあたりどの程度考慮されているかをみると、「特に（考慮することは）ない」とした機関投資家は31.8%であるので、7割程度の機関投資家が何らかの形で取組み情報を考慮していることになる。この考慮していた機関投資家の多くが考慮するのは「労働関係の法令違反の有無」（「考慮する」機関投資家比率76.6%）であり、「人材育成・教育訓練の取組み」（54.4%）、「働きやすい職場作りの取組み」（37.4%）、「快適な職場作りの取組み」（30.4%）が続く。それらに対して「ダイバーシティへの取組み」（20.1%）、「WLB推進のための取組み」（18.3%）を考慮する機関投資家は2割前後と少ない。

次に、こうした情報を考慮する主要な理由は「企業の将来性を期待できるから」（この理由を指摘した機関投資家比率58.3%）と「優秀な人材を確保することができるから」（47.8%）であり、「従業員の意欲が高まるから」（36.5%）が続く。それらに比べ「顧客、取引先などからの評価が高いから」（27.8%）、「定着促進が期待できるから」（27.8%）、「従業員の能力開発意識が高まるから」（14.8%）を指摘する機関投資家は少ない。

(開示してほしい人的資産情報)

それでは、機関投資家はどのような人的資産情報を開示してほしいと思っているのか。16項目にわたり質問すると、いずれの項目でも「ぜひ開示してほしい」とした機関投資家は多くても1割程度にとどまる。

しかし「ぜひ開示」＋「開示されていれば参考にする」をみると、16項目の全てが4割台から5割台の比率になり、そのなかにあって、「メンタルヘルスによる休職者数」（59.4%）、「健康経営銘柄等リストに掲載」（53.5%）の健康経営に関わる領域、「労働時間、勤務場所の柔軟化」（59.4%）の働き方の柔軟化の領域、「従業員のキャリア形成」（57.1%）、「非正

社員の正社員転換支援」(55.9%)の社員のキャリア形成の領域、「国籍を問わない人材登用の仕組み」(57.1%)、「女性管理職比率」(55.9%)の多様な人材の活用に関する領域に対する関心が高い。これらに比べると、育児、介護等を支援するWLB関連施策に対する関心は低い。

3. 外国株への投資の場合

ここでは「機関投資家が外国株に投資するさいに参考にする情報」等に関する主要な調査結果を明らかにするが、設問全体にわたって「無回答」が多く、「無回答」には外国株に投資していない機関投資家が含まれる可能性がある等から、ここで説明する調査結果は参考程度に捉える必要がある。

(1) 投資決定のための経営指標

機関投資家が投資決定のさいに最も重視する経営指標は「成長性」(「考慮する」34.7%)と「収益性」(34.7%)であり、「株主資本の効率性」(27.6%)と「資産活用の効率性」(21.7%)が続く。それらに比べて「ESGなどの非財務情報」は重要性が低いが、それでも「考慮する」+「どちらかといえば考慮する」は33.0%になる。

(2) 投資決定のための情報と情報入手媒体

機関投資家が投資決定のさいに参考にする情報を知るために、ここでは企業の公表するIR情報の何が参考にされているのかをみている。機関投資家が参考にしている主なIR情報は「業績、財務情報」(「参考にする」機関投資家比率43.5%)であり、「株価や債券価格」(35.3%)、「経営戦略、経営計画や経営目標」(31.2%)、「事業内容」(31.2%)が続いている。それらに比べて「CSR活動に関する情報」(7.6%)、「働き方や人材活用などに関する情報」(7.1%)、「環境政策」(6.5%)のESG関連情報を参考にする機関投資家は少ない。

それでは、機関投資家は投資に必要な情報をどのような媒体を通して入手しているのか。最も重要な媒体は「アナリスト・レポート」(26.5%)、「一般の新聞、雑誌」(26.5%)であり、それに「証券会社の社員等」(20.0%)と「投資情報新聞・誌」(20.0%)が次いでいる。

(3) 投資と人的資産情報

(人的資産情報の投資への影響)

まず人的資産向上の「取組み全体」についてみると、「事件や事故、不祥事」のネガティブ情報を「影響する」とした機関投資家が16.5%と最も多く、それに比べると、人的資産向上の取組みの内容と成果に関するその他4項目は5%前後にとどまる。それでも、この4項目の「影響する」+「どちらかといえば影響する」の比率は20%強の水準にある。

（考慮する人的資産向上の取組みと考慮する理由）

つぎに人的資産向上の「個々の取組み」の情報（「取組み情報」）が投資決定にどの程度考慮されているのかをみると、まず注目されることかは「特に（考慮することは）ない」の回答が17.6%に上っていることである。それ以外の何らかの情報を考慮している場合には、「人材育成・教育訓練の取組み」と「法令違反の有無」が18.8%と最も多く、「働きやすい職場作り」（12.4%）と「快適な職場作り」（11.2%）が次いでいる。それらに比べて「ダイバーシティへの取組み」（8.2%）、「WLB推進のための取組み」（3.5%）を考慮する機関投資家は少ない。

こうした人的資産情報を考慮する主要な理由は「企業の将来性が期待できるから」（21.2%）と「優秀な人材を確保することができるから」（17.1%）であり、「従業員の意欲が高まるから」（14.7%）が続く。それらに比べ「顧客、取引先などからの評価が高いから」（10.6%）、「定着促進が期待できるから」（10.0%）、「従業員の能力開発意識が高まるから」（5.9%）は少ない。

第4節 個人投資家にとっての情報開示～個人投資家調査の結果～

1. 調査のねらいと概要

第Ⅱ部第3章では、調査会社のモニター登録会員を対象にしたインターネット調査の結果に基づいて、「どのような」個人投資家が「どのような」財務情報、人的資産等に関わる非財務情報を「どの程度」参考にして、投資決定を行っているのかを明らかにしている。調査対象者は、国内で発行された自社株以外の株式を保有する個人投資家である。

回答した個人投資家の属性は、性別には男性（81.6%）、年齢別には高齢層（50歳代以上68.7%）、職業別には企業勤務者（44.9%）と無職（22.2%）が中心である。投資家としては、投資経験が10年以上68.5%と長い点に特徴がある。また、「5年以上保有＋売買はほとんどなし」が44.8%を占めることから株式を長期に保有する投資行動をとり、平均すると17%の運用利益率をあげている。

2. 投資決定のための経営指標

個人投資家はどのような経営指標を参考にして投資を決めているのか。個人投資家が最も重視している指標は「収益性」（「考慮する」＋「どちらかといえば考慮する」87.9%）と「成長性」（84.3%）であり、「株主資本の効率性」（65.0%）と「資産活用の効率性」（63.6%）が続いている。それらに比べて「ESGなどの非財務情報」は重要性が低いだが、それでも42.9%の個人投資家が「考慮する」あるいは「どちらかといえば考慮する」としている。さらに属性との関連をみると、おおむね投資経験が長く、保有金融資産額が大きい個人投資家ほど、上記の「収益性」等の主要指標を考慮する傾向が強い。

3. 投資決定のための情報と情報入手媒体

個人投資家が投資決定のさいに参考にする情報を明らかにするために、ここでは企業の公表する IR 情報の何が参考にされているかをみている。個人投資家が参考にしている主な IR 情報は、上記したように収益性、成長性等の財務指標が重視されていることから「株価や債券価格」（「参考にする」個人投資家比率 71.9%）と「業績、財務情報」（69.5%）であり、「配当政策」（52.6%）、「株主優待情報」（49.6%）が続いている。それらに比べて「CSR 活動」（8.0%）、「環境政策」（5.9%）、「働き方や人材活用」（5.5%）などの ESG 関連の情報を参考にする個人投資家は少ない。

それでは、個人投資家は投資に必要な情報をどのような媒体を通して入手しているのか。最も重要な媒体は「新聞・雑誌」（「重要な媒体」とした個人投資家比率 59.6%）であり、「テレビ、ラジオ」「企業の HP」「会社四季報」が 4 割弱で続く。個人投資家は投資を検討するための情報を一般的な媒体を通して入手していることが分かる。年齢別にみると、高年齢者ほど一般的な媒体から、若い世代ほどネット関連媒体から情報を収集している。

4. 投資と人的資産情報

(1) 人的資産情報の投資への影響

まず人的資産向上の「取組み全体」をみると、「事件や事故、不祥事」のネガティブ情報が投資活動に「影響する」とした個人投資家が 21.5%にのぼるものの、その他の人的資産向上のための取組みの内容や成果に関する 4 項目は 10%前後にとどまる。しかし、それでも「影響する」+「どちらかといえば影響する」をみると、この 4 項目でも 6 割前後になる。

(2) 考慮する人的資産向上の取組みと考慮する理由

つぎに人的資産向上の「個々の取組み」の情報（「取組み情報」）が投資決定のさいにどの程度考慮されているかをみると、「特に（考慮することは）ない」とした個人投資家は 32.2%であるので、7 割程度の個人投資家が何らかの形で取組み情報を考慮していることになる。この考慮している個人投資家の約半数は「働きやすい職場作りの取組み」「快適な職場作りの取組み」「労働関係の法令違反の有無」「人材育成・教育訓練の取組み」を考慮するとしており、それらに比べて「ダイバーシティへの取組み」「WLB 推進のための取組み」を考慮する個人投資家は少ない。

次に、こうした人的資産情報を考慮する主要な理由は「企業の将来性を期待できるから」（61.4%）と「優秀な人材を確保することができるから」（56.5%）であり、「従業員の意欲が高まるから」（42.9%）が続く。それらに比べ「顧客、取引先などからの評価が高いから」（31.9%）、「定着促進が期待できるから」（27.6%）、「従業員の能力開発意識が高まるから」（24.2%）は少ない。

(3) 開示してほしい人的資産情報

では、個人投資家はどのような人的資産情報を開示してほしいと思っているのか。16項目にわたり質問すると、いずれの項目でも「ぜひ開示してほしい」とした個人投資家は1割程度にとどまる。しかし「ぜひ開示」＋「開示されていれば参考にする」をみると、関心の高い項目は「労働時間、勤務場所の柔軟化」(59.5%)、「従業員の健康維持・増進」(59.2%)、「従業員のキャリア形成」(58.1%)、「メンタルヘルスによる休職者数」(56.9%)、「非正社員から正社員への転換」(56.0%)であり、これら以外の項目も4～5割の水準にある。

第5節 情報開示を考慮した女性活躍推進と企業業績の関係～第Ⅱ部第4章の分析結果～

1. ねらいと分析方法

これまで日本では、女性雇用の拡大が企業業績を高めるといった研究結果が多く報告されているが、それには、①1990年代または2000年代のデータが分析に利用され、女性活躍推進の動きが活発化した2010年代のデータが利用されていない、②女性比率等の情報が開示されている企業が分析対象であるため、分析結果はサンプル・セレクション・バイアスを含んでいる可能性がある、という問題がある。そこで第Ⅱ部第4章では、『CSR企業総覧』(東洋経済新報社)と『日経NEEDS』の財務データをマッチングした2010年から2015年の企業単位のパネルデータを用いて、女性活躍推進と企業業績との関係を、情報開示の有無によるサンプル・セレクション・バイアスを考慮して分析している。

分析では、企業業績を表す指標として総資産経常利益率(ROA)と全要素生産性(TFP)を、女性活躍指標として全従業員に占める女性比率(従業員女性比率)、全管理者数に占める女性比率(管理職女性比率)、女性従業員数に占める女性管理者比率(女性管理職登用率)を使用し、女性活躍指標と企業業績との関係は変量効果モデルと固定効果モデルによって分析している。さらに、女性活躍指標が開示されている企業のデータしか扱うことができないので、Wooldridgeのサンプル・セレクション・モデルを利用することで、情報開示の有無を考慮した分析を行っている。

2. 想定される女性活躍推進と企業業績の関係性

女性活躍推進と企業業績との関係性については、2つの見方が考えられる。第一は、女性労働者に対する経営者の差別的嗜好による過少な女性雇用を背景に、女性労働者の賃金が限界生産力以下に抑えられているので、企業は女性を多く雇用することで、賃金を上回る生産性(超過利潤)を享受し業績を高めることができる、という使用者差別仮説の見方である。この場合には、従業員女性比率が上昇するだけで、人件費節約効果によって短期的にもROAが上昇することが予想される。

しかし、女性労働者が十分に増加すると、市場賃金が上昇し人件費節約効果が消滅すると考えられるので、従業員女性比率を高めるだけでは企業業績は向上しない。こうした使用者

差別仮説が成立しない場合でも、優秀者を高度な仕事に配置する等して女性労働者の有効活用をはかることで生産性と企業業績の向上をはかると考えられ、女性労働者の管理職昇進は有効活用の典型例である。これが第二の見方であり、この場合には TFP が上昇する。したがって、女性活躍推進によって ROA のみが上昇する場合には使用者差別による影響が大きく、TFP が上昇する場合には生産性向上による影響が大きいと判断できる。

3. 分析で明らかにされたこと

(1) 従業員女性比率と企業業績の関係について

第一に、従業員女性比率と企業業績との間には有意な関係性はなく、従業員女性比率の上昇が企業業績を高めるとはいえない。しかし、従業員女性比率の上昇は 2 年程度の時間差で TFP を高める可能性がある。

第二に、従業員女性比率を年齢層別に分析すると、30 歳未満従業員女性比率は TFP と有意に負の関係があり、人的資産投資中の 30 歳未満が増えると生産性が低下すると考えられる。それに対して 30 歳代従業員女性比率は ROA と有意に負の関係に、TFP と有意に正の関係にある。つまり結婚や出産を機に離職するケースの多い 30 歳代の女性労働者が増えると、離職しにくい環境を整備するコストがかかるため短期的には利益率が低下するが、長期的には、離職が減り人的資産投資のリターンが回収でき生産性が向上すると考えられる。つまり、企業が長期的に生産性を高めるには、30 歳代の女性従業員が離職しにくい環境の整備を進めることが必要になる。

以上の「従業員女性比率の上昇が企業業績を高めるとはいえない」は先行研究の結果とは異なる結果であり、その理由として二つのことが考えられる。第一には、本分析が対象としている 2010 年代は、先行研究が対象とする 1990 年代や 2000 年代と比較して、女性雇用が増え市場賃金が上昇したため、使用者差別による人件費節約効果が得られなくなっている。第二には、本分析が対象とする従業員に、低い生産性に見合っ賃金が低く設定されている非正規社員が含まれているため使用者差別仮説が成立しにくくなっている。

(2) 女性の管理職昇進と企業業績の関係では

前述したように、女性の管理職昇進に関わる女性活躍推進指標には女性管理職登用率と管理職女性比率を使用している。通常の固定効果モデルや変量効果モデルを利用した分析では、管理職女性比率と企業業績の間には有意な関係がみられないものの、サンプル・セレクション・バイアスを修正すると、管理職女性比率の上昇が有意に TFP を高めている。また女性管理職登用率の上昇は ROA や TFP を有意に高めることが頑健に示された。さらに管理職女性比率と女性管理職登用率は 15% の水準を上回ることで生産性向上を生んでいる。

以上の結果を総合すると、今回の分析で示唆される重要なことは以下である。第一に、従業員女性比率を高めるだけでは当期の ROA や TFP は向上しないが、生産性の高い女性労働者

働者を管理職に登用することや、30歳代の女性労働力の活用を積極的かつ継続的に進めることが長期的に生産性を高めることになる。これは、女性の賃金が不当に低くなっていることを前提とした使用者差別仮説とは矛盾する結果であり、日本の労働市場では使用者差別の影響が小さくなっていることを示している。また、管理職女性比率や女性管理職登用率は企業業績と有意な関係があることから、女性活躍推進状況を捉える「見える化」指標として有用である。

第6節 「人的資産の情報開示」が企業価値に与える影響～第Ⅱ部第5章の分析結果～

1. ねらいと分析方法

情報開示によって企業価値が増加することは、企業にとって「人的資産の情報開示」に取り組むインセンティブである。そこで第Ⅱ部第5章では、『CSR企業総覧』（東洋経済新報社）のCSRデータと日経バリューリサーチの財務データをマッチングした2009年度から2016年度までの企業単位のパネルデータを用いて、第一に人的資産情報の開示と企業価値の関係を、第二に人的資産情報を開示している企業における人的資産の状況と企業価値の関係を分析している。分析で扱う主要な変数は以下である。

- ①企業価値の変数はトービンのQ
- ②人的資産情報の開示の変数は労務管理施策の開示程度を表す「情報開示スコア」。同スコアは、開示1点、非開示0点とした個別施策の得点の合計値。
- ③人的資産の状況は女性活躍推進の状況（女性労働者比率等）、ワークライフバランスの状況（有給取得率等）、労務管理施策の状況（産前休暇延長制度の有無等）の3つの面から捉え、括弧内にはそれぞれに対応する変数が例示してある。

2. 分析で明らかにされたこと

人的資産情報の開示と企業価値の関係を Pooled OLS で分析すると、「情報開示スコア」と企業価値の間に正の有意な関係がみられる。しかし、企業の固定効果を考慮した分析を行うと、両者間には有意な関係はみられない。

同様に人的資産情報を開示している企業における人的資産の状況と企業価値の関係を Pooled OLS で分析すると、女性活躍推進との関連ではほとんどの変数が正で有意であるが、とくに、30歳未満女性労働者比率より30歳以上女性労働者比率が、女性労働者比率よりも管理職などのキャリアとして働く女性の比率が高い企業で企業価値の高い傾向がみられる。同様にワークライフバランスと労務管理施策の状況との関連では、有給取得率、社内公募、国外留学が正で有意、国内留学は負で有意である。しかし固定効果モデルで分析すると、女性活躍推進との関連ではどの変数も、ワークライフバランスと労務管理施策との関連ではほとんどの変数が有意でない。

第7節 結論～「人的資産の情報開示」の仕組みの構築にむけて～

1. 「人的資産の情報開示」の捉え方を整理する

日本再興戦略が指摘しているように、わが国が活力ある経済を実現するうえで「人的資産の情報開示」は重要な課題であるとしても、「人的資産の情報開示」の「効果的」な仕組みを構築するには考えるべきことは多い。

そのさいに重視すべき第一の視点は、何ををもって「効果的」と考えるかであり、それは誰が「人的資産の情報開示」のステークホルダーであるかに関係する。第二の視点は、ステークホルダーには情報の出し手と受け手が存在し、出し手にとっても受け手にとっても「効果的」でないと「人的資産の情報開示」は機能しないということである。つまり情報の出し手は、受け手の出し手に対する行動が出し手にとってメリットのある方向に変わると期待できる（つまり出し手にとって「効果的」である）場合に情報を開示する。受け手は情報を入手することで、出し手に対する自らの行動を自分にとってメリットある方向に変えることができると期待できる（つまり、受け手にとって「効果的」である）場合にその情報を入手しようとする。

これらの視点にたって「人的資産の情報開示」について考えてみると、企業が情報を開示するという状況が想定されているので、まずは、企業が情報の出し手として登場する。法律等によって強制されることを除けば、企業にとっては、何らかの経営上のメリットにつながるものが「効果的」な「人的資産の情報開示」ということになるし、「効果的」であることを期待できることが「人的資産の情報開示」を行うインセンティブになる。

そうなる企業は「人的資産の情報開示」からどのような経営上のメリットを期待するかが問題になり、その求めるメリットのあり様が、「誰」に向かって「何」の情報を開示するかの「人的資産の情報開示」に関わる企業の戦略を規定する。つまり「人的資産の情報開示」の現状を理解する、あるいは、そのあるべき方向を考えるには、企業が「人的資産の情報開示」にどのような経営上のメリットを期待しているのか、あるいは期待すべきであるのかを把握することが必要になる。

つぎに問題になることは、「誰」が情報の受け手であるかである。それには、株式取得等を通して企業に投資する投資家、企業に資金を提供する金融機関、企業に就職をしようとする労働者、企業の取引先企業、企業が生産する製品・サービスを購入する消費者、企業の経営活動から影響を受ける地域社会などの多様なプレイヤーが考えられ、それぞれは「人的資産の情報開示」に対して異なるニーズをもっている。つまり、「人的資産の情報開示」の必要性と、その何が「効果的」であるかはプレイヤーによって異なるのである。

このようにみえてくると、「人的資産の情報開示」が機能するには2つの条件が必要になる。第一の条件は、企業が「効果的」であると考えて情報を開示している受け手と、「人的資産の情報開示」を求める受け手が一致することである。これを「開示対象者の一致性の条件」と呼ぶとすると、この条件が成立しないと、企業は必要としていない受け手に情報を開示し、

必要とする受け手には開示しない行動をとっていることになる。

しかし、この「開示対象者の一致性の条件」が成立しても、出し手と受け手の両者にとって「効果的」な情報が開示されないと「人的資産の情報開示」は機能しない。これを「情報内容の一致性の条件」と呼ぶと、この第二の条件が成立する「人的資産の情報開示」を構築するには、両者にとって「効果的」な情報は何かが明確にされる必要がある。

以下では、これら2つの条件の視点にたって、第2節～第6節のなかで説明した「明らかにされた主要な点」をあらためて整理したい。

2. 現状の「人的資産の情報開示」の特徴

（企業の情報開示戦略）

企業の情報開示戦略は「誰」に「どのような情報」を開示するのかという2つの面からみることができる。第2節では、この点について次の点が明らかにされている。

「どのような情報」を開示するのかについて、まず注目されることは、人的資産向上のために企業が積極的に「取り組んでいること」が、必ずしも「開示すること」につながるわけではないということである。つまり「取り組んでいること」と「開示すること」の間には何らかの企業の政策判断があり、それは企業が「人的資産の情報開示」にどのようなメリットを期待しているかに関連している。

そこで「どのような情報」の詳細をみると、企業が積極的に開示する情報は第一が女性活躍推進、第二がワークライフバランスの分野である。それらに比べると労働時間と女性社員活用を除く非正社員活用、高齢者活用、障害者活用の「多様な人材の活用」に関わる情報開示については消極的であり、とくにその傾向は非正社員で顕著にみられる。

さらに「誰に」については、どの人的資産情報であっても、おおむね「特定対象者はない」と「人材募集対象者」が二大対象者であり、それらに比べると「株主」の存在は薄い。また、以上の二大対象者のどちらを主な対象者とするかは開示する情報によって異なる。

労働時間、非正社員活用、高齢者活用は「人材募集対象者」に向けて開示する傾向が強く、とくに人材募集の対象を正社員に限定すると労働時間が重要な開示情報になる。それに対して、障害者活用とともにワークライフバランスと女性社員活用の情報は「特定対象者はない」に向けて開示する、つまり対象者を特定化せずに、企業の社会的評判の向上をねらって社会に広く開示する傾向が強い情報である。

最後に注目されることは、「株主」を強く意識して開示している情報の内容が「特定対象者はない」と重なることである。「株主」が二大対象者に比べて情報開示対象者として弱い存在であることと考え合わせると、企業が「株主」を意識して、「株主」向けの「人的資産の情報開示」を行う傾向は弱いことが分かる。このことを踏まえると、大手企業、東証一部上場企業、外国資本比率・機関投資家比率の大きい企業が「人的資産の情報開示」に積極的であることが明らかにされているが、それは、それら企業が株主を意識してというより、社

会的な評判を強く意識して積極的に情報を開示していることを示しているのである。

（投資家の情報活用戦略）

前述したように「人的資産の情報開示」の受け手には多様なプレイヤーが考えられるが、本研究プロジェクトでは、投資家に限定して、「何のために」「どのような情報」を活用しているのかの情報活用戦略の現状を確認している。第3節～第4節のなかで説明した「明らかにされた主要な点」は図表2-3のようになる。なお、以下では国内の株式に投資する機関投資家と個人投資家について注目するが、同図表には海外の株式に投資する機関投資家の結果も参考のために記載してある。

まず「何のために」情報を入手するのかについては、投資家が投資決定のために参考にする経営指標の調査結果をみると明らかになる。機関投資家、個人投資家に関わらず、投資家が投資を決定するさいに考慮する指標は、何といたっても収益性、成長性等の財務関連指標であり、それに比べるとESG等の非財務指標を参考にする投資家は少ない。しかし、それでも「考慮する」と「どちらかといえば考慮する」を合わせると6割強の機関投資家が、4割強の個人投資家が考慮するとしているので、非財務指標は中核的な役割を果たしてはいないものの、補完的な役割は十分に果たしているといえそうである。

このため人的資産情報が投資決定に及ぼす影響は限定的ということになるが、そのなかにあって機関投資家と個人投資家に共通してみられる傾向がある。第一には、投資家が投資決定にあたって気にしていることは、人的資産向上にむけて企業がどのようなことに、どのように取り組んでいるかということの前に、市場での企業評価に大きな影響を及ぼすと考えられる、人的資産に関わる「事件・事故・不祥事」のネガティブ情報である。

それでも「企業の将来性」「優秀な人材の確保」に影響する、つまり、企業の長期的な成長・発展に影響するということから、人的資産向上の取組みを「参考にする」とした投資家は約7割に達し、「参考にしない」とした投資家は3割程度にとどまる。そのなかで投資家が参考にするとした取組みは「労働関係の法令違反」とともに「人材育成・教育訓練」等である。それに対して、「ダイバーシティ」と「ワークライフバランス」に対する取組みを考慮する投資家は少ない。

このような現状にあるため、今後、人的資産情報を「ぜひ開示してほしい」とする投資家は1割程度にとどまるが、4割～5割台の投資家は「キャリア形成支援」等のキャリア関連施策、「健康維持・増進」等の健康経営施策、「女性管理職比率」等のダイバーシティ施策、「育児休業取得の実績」等のワークライフバランス施策といった人的資産に関連する広範な情報について「あれば参考にする」としている。

図表 2-3 投資家の人的資源情報に対するニーズ構造

		機関投資家		個人投資家
		国内	海外(参考)	
投資決定のための経営指標		①収益性・成長性中心の財務関連が第一 ②非財務指標は補完的役割(「考慮する」+「どちらかといえば考慮する」61.8%)	①収益性・成長性中心の財務関連が第一 ②非財務指標は補完的役割	①収益性・成長性中心の財務関連が第一 ②非財務指標は補完的役割(「考慮する」+「どちらかといえば考慮する」42.9%)
投資決定への影響	全体	影響が大きいのは「人的資産向上の取組」より「事件・事故・不祥事」(「影響する」44.1%)のネガティブ情報	影響が大きいのは「人的資産向上の取組」より「事件・事故・不祥事」のネガティブ情報	影響が大きいのは「人的資産向上の取組」より「事件・事故・不祥事」(「影響する」21.5%)のネガティブ情報
	個別取組	①参考にする7割、参考にしない3割 ②参考にする取組～多いのは「労働関係の法令違反」「人材育成・教育訓練」、少ないのは「ダイバーシティ」「WLB推進」	参考にする取組～多いのは「労働関係の法令違反」「人材育成・教育訓練」、少ないのは「ダイバーシティ」「WLB推進」	①参考にする7割、参考にしない3割 ②参考にする取組～多いのは「働きやすい職場作り」「快適な職場作り」「労働関係の法令違反」「人材育成・教育訓練」、少ないのは「ダイバーシティ」「WLB推進」
	考慮する理由	「企業の将来性期待」「優秀人材確保」が参考にする二大理由	「企業の将来性期待」「優秀人材確保」が参考にする二大理由	「企業の将来性期待」「優秀人材確保」が参考にする二大理由
開示希望の人的資産情報		①「ぜひ開示」少数(1割程度) ②人的資産全般について「あれば参考にする」開示希望(「ぜひ開示」+「開示されれば参考にする」が4割台から5割台)	—	①「ぜひ開示」少数(1割程度) ②人的資産全般について「あれば参考にする」開示希望(「ぜひ開示」+「開示されれば参考にする」が4割台から5割台)

3. 「人的資産の情報開示」の課題と方向

(「開示対象者の一致性の条件」に関わる課題)

以上の分析結果を踏まえると、「人的資産の情報開示」のための仕組みを構築するうえでの課題が明らかになる。

第一は、「開示対象者の一致性の条件」に関わる課題である。企業が最も重視する情報開示対象者は「人材募集対象者」と「特定対象者はない」であり、「投資家」はそれらに次ぐ存在である。また、投資家が最も重視するのは財務関連情報であり、人的資産情報等の非財務関連情報はそれを補完する役割である。以上の明らかにされたことを踏まえると、企業は投資家を人的資産情報の2次的な開示対象者として、また投資家は企業の開示する人的資産情報を投資決定のための2次的な情報として位置づけており、企業と投資家の間で「開示対象者の一致性の条件」が弱い形で成立していることが分かる。

そうなると、「人的資産の情報開示」の仕組みを構築するうえでの課題は二つである。第一は、「人材募集対象者」、「特定対象者はない」にまで範囲を広げて、現状の「人的資産の情報開示」がどの程度「開示対象者の一致性の条件」を満たしているかを確認することである。「人材募集対象者」については、労働者が就労先を決めるさいに人的資産情報を、「特定対象者はない」については、企業が社会的評判を気にして重要な開示対象者としているので、社会が企業の社会的評判を決めるさいに人的資産情報をどの程度必要としているのかを確認する必要がある。こうした確認をしたうえで「開示対象者の一致性の条件」に問題があれ

ば、企業は情報開示戦略の再編を進めることが、また、政策的には企業に再編を促すことが必要になる。

第二は、企業と投資家の間で「開示対象者の一致性の条件」が弱い形で成立している現状に関わる課題である。企業の長期的な成長・発展にとって人的資産の向上は重要であり、その傾向はますます高まることになろう。この広く確認されている知見からすると、投資家は投資決定にあたり人的資産情報を重視し、企業は人的資産情報を重視する投資行動を促進するために投資家を重要な開示対象として位置づけることが必要になる。

このことは、「開示対象者の一致性の条件」が弱い形で成立している現状を、より強い形で成立する方向に改善することが望ましいことを示しており、その方向に企業と投資家が行動を変えることを促すことが政策上の課題になる。「開示対象者の一致性の条件」が強い形で成立すると、弱い形で成立する場合に比べて、企業にとっても投資家にとっても情報開示がより効果的になることを調査研究によって明らかにすることは、この動きを支える大きな力になろう。

（「情報内容の一致性の条件」に関わる課題）

第二は「情報内容の一致性の条件」に関わる課題であり、現状の情報の出し手（企業）と受け手（投資家）の間には、「効果的」と考える情報に乖離がみられる。たとえば、企業は女性活躍推進とそれに関連するワークライフバランス施策を開示情報として重視しているが、投資家はそれらをあまり重視していないことを明らかにした。そうすると、この乖離を解消しないかぎり、企業は「効果的」な情報を開示できないし、投資家は「効果的」な情報を入手し活用することができず、「人的資産の情報開示」の仕組みは機能しないことになる。

この課題を解決するためには、企業と投資家のそれぞれについて「何をすべきか」を考える必要がある。まず企業については、「人材募集対象者」に対しては労働時間等の情報を開示するなど「人材募集対象者」向けならでの対応がとられているが、「投資家」に対しては、開示する情報が「特定対象者はない」と重複し、「投資家」向けならでの対応が弱い、という現状を改善する必要がある。つまり投資家を自社の長期的な成長・発展にとって重要な存在と考えるのであれば、投資家の情報ニーズを的確に把握し、それに合わせて「投資家」向けならでの情報開示の内容を考えることが企業にとっての課題に、それを支援することが政策上の課題になる。

つぎに投資家については、まずは、投資家がどのような情報ニーズをもっているかを確認することが必要である。この点に関連して明らかにされている重要なことは、人的資産情報を「あれば参考にする」としている投資家がある程度存在するものの、彼ら（彼女ら）は特定の情報を求めるのではなく、人的資産に関わる情報を満遍なく求めていることである。このことは、結局は、投資家は投資決定にあたり人的資産の何の情報を重視すべきかについて明確な戦略を持ちあわせていないことを示している。

しかし、女性活躍推進と企業業績の関係の分析結果を示した第5節では、女性社員が増えるだけでは企業業績に結びつくことはないが、管理職に昇進する女性を増やす、つまり高度な仕事につく女性を増やす等によって女性社員の有効活用をはかることで企業業績は向上する、ということが明らかにされている。それにも関わらず、投資家は投資決定にあたり女性活用に関わる情報を重視しないという現状にあるうえに、その情報の入手をとくに重視したいという意向ももっていない。

つまり女性活躍の情報は「効果的」であるにもかかわらず、投資家はそれを入手し活用することに消極的な行動をとっているのであり、その背景には、投資家が女性活躍推進と企業業績との関係についての情報を十分に持っていないことがあると考えられる。この情報不足の状況が変わらなければ、いかに投資家に女性活躍推進に関わる情報の活用を促しても何の解決策にもならない。

同様のことは女性活躍推進以外の分野でもみられるかもしれないので、「人的資産の情報開示」の効果的な仕組みを構築するうえで重要なことは、人的資産と企業業績の関係に関する知見を体系的に積み重ね、人的資産の改善が企業業績に結びつくこと、したがって人的資産情報を入手し活用することは投資家にとってメリットがあることを投資家に知らせることである。また企業も、企業業績を高めるために人的資産向上の戦略を練り上げ、そのことを投資家に発信することが求められる。

投資家が人的資産情報を考慮するのは、それが企業の長期的な成長・発展に影響すると考えているからである。今回の調査研究で明らかにされたこの事実は、長期的にみると、「人的資産の向上は企業業績を高め、投資家の投資パフォーマンスを高める」ことについて正しい情報が伝われば、投資家は積極的に人的資産情報を入手し活用する可能性があることを示している。

これまで「開示対象者の一致性の条件」と「情報内容の一致性の条件」が「人的資産の情報開示」の仕組みが機能するための基盤となる条件であることを説明してきた。「人的資産の情報開示」を促進する政策は、この視点にたって形成され実施される必要があり、今後も、それを支える調査研究を積み重ねることが必要とされよう。