

# 資産運用会社から見た人的資本

三井住友トラスト・アセットマネジメント スチュワードシップ推進部

## 1.はじめに

この数年、メディアをはじめとした様々な場面で「人的資本」や「リスキリング」というキーワードを目にすることが多くなりました。この背景として考えられるのが、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正であり、当該改正により2023年3月期決算より有価証券報告書上での人的資本に関する情報開示が義務化されたことです。

運用会社にとっても人的資本に関する施策は投資先企業の経営戦略を判断するうえで重要な要素となってきています。運用会社の使命はお客様からお預かりした資産における投資リターンを最大化です。これまで多くの運用会社は投資先企業の財務面の情報を中心に投資判断をしてきたと考えられますが、今や人的資本に始まり人権、環境問題などといった非財務情報の重要性が高まっており、広範なステークホルダーに与える影響を考慮した上で投資判断をすることが求められるようになってきています。

## 2.非財務情報とは

それではまず非財務情報についてご説明します。

非財務情報とは企業に関する情報のうち、貸借対照表や損益計算書で表現される財務以外の情報を指します。ここ数年市場で注目の高まったESG関連情報の他、企業の中長期にわたる経営戦略、経営課題などが含まれ、非常に広い概念を網羅したものとなりますが、更には社員のモチベーション、商品開発力、技術力や優良で安定した取引相手といった企業の外側の部分まで包含されます。つまり、単に企業そのもののみを指すのではなく広義のステークホルダーが構成要素として含まれます。

財務情報と非財務情報の双方を包含した報告書を統合報告書と称します。統合報告書は投資家や世間に向けて企業をPRするものですが、一方で、運用会社にとっては企業が将来にわたって持続的に成長できるのかの判断が財務情報のみでは困難になってきたことを受けて、統合報告書における非財務情報の開示についてのニーズが高まってきています。例えば、運用会社は投資先企業に対して、有限な資源をもとに商品を製造している会社においてはどのようなスキームで事業が継続できるように準備しているのか、また、経営戦略の着実な遂行のためにどのようなガバナンスやリスク管理体制を具備しているのか等の情報収集を行い投資判断に活かしています。

### 3.当社のマテリアリティとは

当社は投資先企業と対話をする際に特に重要と考えるESGテーマとして12のマテリアリティを設定しています【図表1】。環境から社会、企業のガバナンスまで広範なテーマを扱っており、S(社会)の中では「人的資本」、「安全・責任」において人的資本経営を取り上げており、同時に、取締役の多様性の観点からG(ガバナンス)においても重要な項目に位置付けています。このため、取締役候補者である管理職に占める女性比率や、グローバルに展開する日本企業にとっては外国籍従業員の比率も経営戦略の重要な要素になると考えられます。

【図表1】三井住友トラスト・アセットマネジメントのマテリアリティ

ESGマテリアリティ		主な対話テーマ・ターゲット
Environment	気候変動	温室効果ガス排出量削減 パリ協定(1.5℃シナリオ)との整合
	自然資本	自然資本依存の大きな企業活動の持続性向上・使用量の削減 水資源・森林保護・生物多様性の回復、2030年の30by30 <sup>※</sup> の実現
	汚染・廃棄物	持続可能な原材料調達(パーム油、天然ゴム、木材)、違法な森林伐採・農地開発や海洋プラスチック問題への対処 廃棄量の削減
	環境関連機会	環境貢献製品・サービス売上拡大、環境負荷低減に資する技術開発の促進 資源循環モデルへの移行
Society	人権とコミュニティ	人権デューデリジェンス強化、苦情処理窓口設置による人権問題への対処・プロセス可視化 環境負荷・労働環境、化学物質管理、紛争鉱物のトレーサビリティ確保、公正な移行
	人的資本	人材戦略(人材育成・採用・配置・評価)明確化 従業員エンゲージメント改善、DE&I経営の促進、多様な働き方の定着、組織文化の柔軟性向上
	安全・責任	ウェルビーイングの取り組み促進 医薬品アクセス改善、感染症対策・抗菌薬管理、製品安全管理・労働災害ゼロ
	社会関連機会	社会課題解決型製品・サービスの拡大促進 持続可能な社会インフラ、ビジネスモデルの構築
Governance	企業行動	非財務(ESG)情報開示促進、資本効率と資本コストへの意識向上 適切な資本政策や事業ポートフォリオ改革促進、パーパス経営(ミッション・ビジョン・バリュー)、経営戦略との整合
	組織設計	取締役会構成・スキルセット ボードダイバーシティの推進
	安定性・公正さ	不祥事企業のガバナンス不全解消・再発防止、リスクマネジメント強化 経営の規律改善(政策保有株・買収防衛策)、グループガバナンス体制の見直し・高度化(親子上場問題等)
	ガバナンス改善	取締役会の実効性向上 (独立社外取締役の役割発揮・取締役報酬制度・後継者計画)

※2030年までに生物多様性の損失を食い止め、回復を目指して、陸と海の30%以上を健全な生態系として保全することを目指すG7目標出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

## 4.運用会社から見た人的資本とは

それでは人的資本経営が企業価値にどういった影響を与えるかについて考えてみましょう。

人的資本というキーワードがここ数年急速に注目されようになった背景としては国内外の様々な要因が挙げられます。まず我が国に関していえば、少子高齢化による労働人口の減少が現実のものとなる中、企業は生産性向上や収益増加を目指し、女性、シニア世代、外国人の活用が必須となり、これまでのような画一的な人材管理ではなく従業員一人一人に応じたフレキシブルな人材管理が求められるようになりました。特に2020年からのコロナ禍により企業は改めてそのような取組の重要性を再認識するようになりました。

また、海外に目を向ければ、AIやロボット技術が業務を最適化する第4次産業革命を迎え、従来発想や既存テクノロジーの延長線上では企業が差別化を図ることが困難となっています。つまり企業の競争力向上にとってはイノベーションが不可欠であり、それなしでは消費市場の拡大を見込むことが困難であり、イノベーションを創出できる多様な人材、更には個々の従業員の能力、スキルを最大限に発揮させうる労働環境の整備等が人的資本経営にとって重要になると考えられます。

## 5.運用会社から見た人的資本経営

それでは運用会社にとってどのような企業が投資先として魅力的に映るのでしょうか。

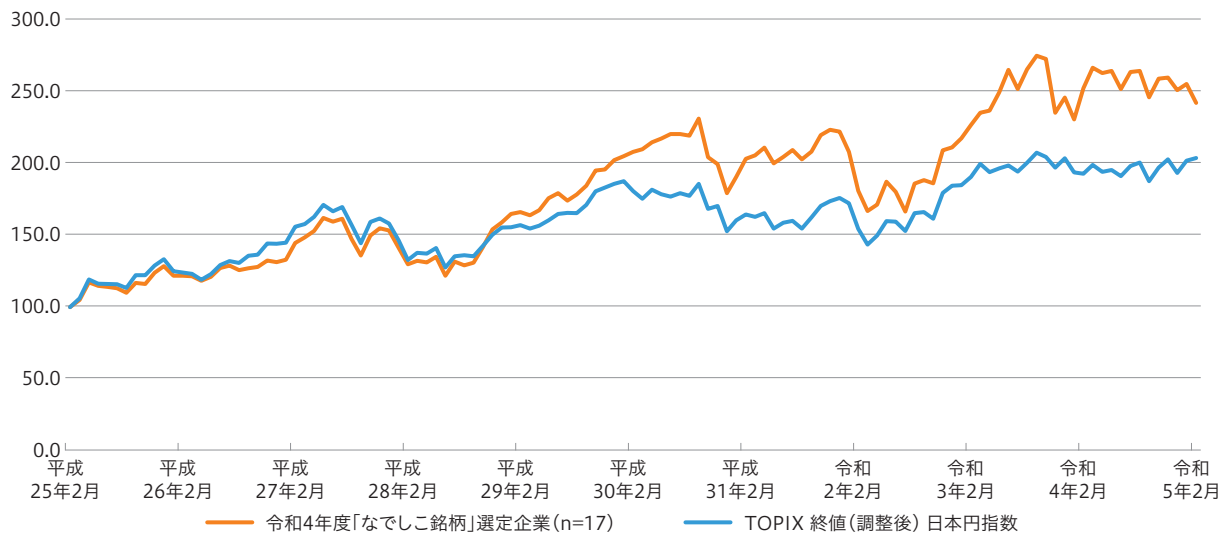
人的資本経営は外部環境の変化への適応の観点のみならず、企業価値向上の観点からも重要と考えられます。従業員の持つ能力を可視化することによる適切な人材配置や従業員のスキル向上は生産性向上をもたらし、また、戦略的な人員計画を社内に向けて示すことは従業員のモチベーション向上につながります。加えて、人材育成に積極的な企業は労働市場での評価向上を通じ優秀な人材獲得の可能性が高まります。このような過程を通じ、人的資本経営に前向きに取り組む企業は財務価値(経済的利益)と非財務価値(社会的価値)の両面からの企業価値向上に結び付けやすくなるものと考えられます。

運用会社は企業からの開示情報や対話を通じて人的資本経営への取組状況を確認し、なかでも経営戦略と人材戦略が一体となって価値創造ストーリーとして成り立っているかに注目しています。例えば、経営トップが考える企業の将来像と現状とのギャップを把握し、そのギャップを埋めるための経営戦略とその実行のために必要となる人的資本経営について、具体的な目標やその達成のための施策を示し、運用会社に対してストーリーとして示していただくことが重要と考えています。合わせて、このような人的資本経営の実行には経営層から従業員、取引先といった広範なステークホルダーとの企業理念やパーパス、ビジョンの共有が重要になると考えています。

## 6.企業の取組と株価の関係

それでは人的資本を重視する企業はその企業価値も高まることになるのでしょうか。人的資本経営を推進している企業をグルーピングすることは難しいのですが、ここでは女性活躍推進に優れた上場企業として紹介している「なでしこ銘柄」選定企業<sup>\*注</sup>(令和4年度、17社)の例を見てみましょう。下記の【図表2】では、TOPIX株式指数との対比で女性活躍推進に優れた企業の株価が市場平均を上回って推移していることが示されています。

【図表2】「なでしこ銘柄」選定企業とTOPIXの株価指数比較



出所:経済産業省政策局経済社会政策室作成「令和4年度なでしこ銘柄」レポートより抜粋  
 \*注:経済産業省が2012年より東京証券取引所と共同で実施している

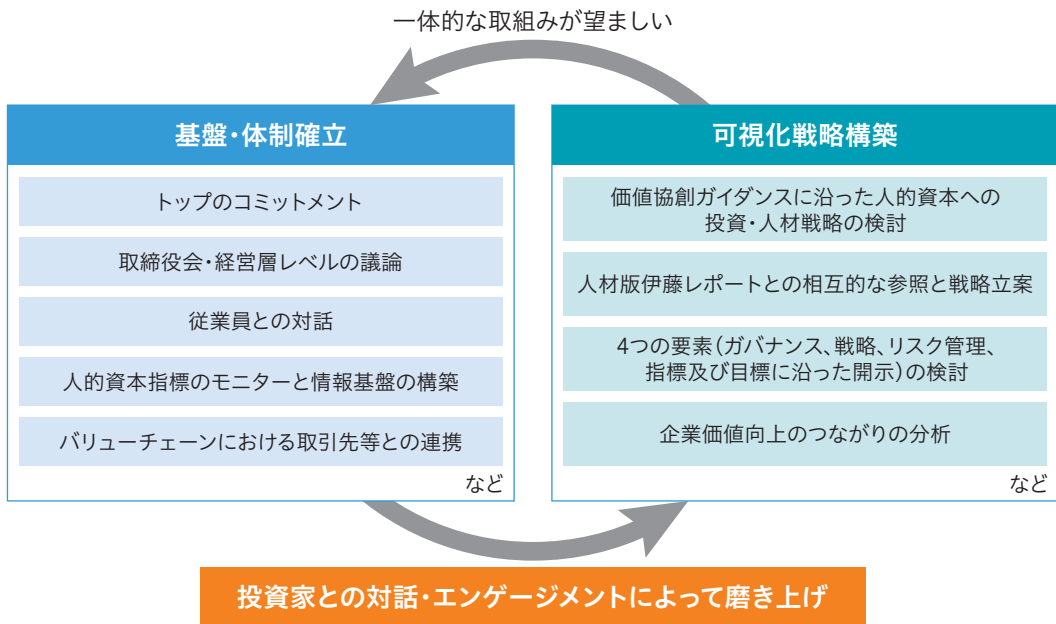
また、経済産業省が人的資本の重要性を喚起するために2020年にまとめた「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書」(人材版伊藤レポート)や人材版伊藤レポート2.0でも、持続的な企業価値向上の実現には、ビジネスモデルと人材戦略が連動していることが不可欠であるとの意見も示されています。つまり、人的資本に係る指標は、企業の経営戦略の優劣が可視化されたものと言え、当社では人的資本に関する指標も参考にしつつ投資判断を行っています。

## 7.企業とのエンゲージメント例

それでは最後に当社が実施したエンゲージメント事例を見てみましょう。

当社の人的資本経営に関するエンゲージメント活動においては、【図表3】にあるように企業の「基盤・体制確立」と「可視化戦略構築」が一体的に推進されることが望ましいと考えています。

**【図表3】人的資本経営における投資家の役割期待**



出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

このような考え方にに基づき、当社は製造業のA社に対して、人材戦略が業績向上といった財務面での改善に繋がっていないのではないかと問題提起を行いました。その結果、同社の中期経営計画において人的資本経営に関する積極的な取組を引き出すことに繋がりました【図表4】。

**【図表4】人的資本経営に関するエンゲージメント事例**

### 製造業A社(国内) 従業員エンゲージメント

<b>提案内容</b>	従業員エンゲージメント指数の目標設定を実施しているが、エンゲージメント結果の改善が業績向上に繋がっていないのではないかと。従業員エンゲージメントと財務とのつながりや企業価値向上との関係性を説明して欲しい。
<b>会社反応</b>	次期中期経営計画では、サステナビリティ課題への対応を通じた長期的な将来財務価値についての目標設定を検討。人材が付加価値の源泉と考えており、人材投資が企業価値向上につながるプロセスを説明予定。
<b>会社方針</b>	新規の中期経営計画において人的資本経営を経営戦略の中核とし、KPIとして従業員エンゲージメントや社員1人当たりの稼ぐ力を設定。サービス事業での収益拡大とその他事業での人員適正化による資金創出力向上の方針を表明。

出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

このような先進的な取組は日本企業においてはまだまだ一部にとどまっていますが、他の企業に波及することを期待しつつ、引き続き積極的に対話に取り組んでまいります。

## 8.さいごに

日本では経営の神様と呼ばれることの多いパナソニック創業者である松下幸之助氏による「企業は人なり」、「人は財産なり」との言葉は、多くの経営者に受け継がれ、人材こそが企業価値に影響を与える重要な要素であると思われてきたように思います。その一方で、ブラック企業への批判や人的資本への配慮が見られるようになってきたのはここ数年のことでもあります。おりしも昨年、岸田内閣は「経済財政運営と改革の基本方針2023」（いわゆる「骨太の方針2023」）の中で、新しい資本主義を実現するために人への投資拡大を打ち出しました。

当社はこのような時流の変化も踏まえ、企業価値向上のためには社員一人一人の実力発揮が益々重要となり、適切な人的資本経営により「人材」を「人財」に転換することが投資先企業の持続的成長にとってますます重要になると考えています。当社は年間に約1,700回（2023年実績）の対話機会を通じて、投資先企業と対話をしています。また、ロンドン、ニューヨーク拠点にエンゲージメント担当者を置き、海外のイニシアチブから最新のESGに関する情報収集も行いながらエンゲージメント活動の高度化を進めています。今後もこのような活動を通じて投資先企業の価値向上に向けた取組を進め、お客様からお預かりした資産における投資リターンの最大化、さらには社会課題の解決に貢献してまいります。

以上