



三菱UFJ信託銀行



MUFG AMサステナブルインベストメント

人的資本経営の本質とその最大化とは

～ 長期投資家の視点と創造的な対話に向けて ～

Contents

- 03 投資家が人的資本に注目する背景
 - 3 人的資本が経営戦略の中心として位置づけられるようになった背景
 - 4 長期投資家にとって人的資本は価値創造の源泉
 - 5 投資家の人的資本に対する期待
 - 6 コーポレートガバナンスとの関係性
 - 9 事業ポートフォリオ変革との関係性

- 10 エンゲージメントの出発点
 - 11 投資家と企業の思考構造のギャップ
 - 12 価値創造ストーリーの構築に向けて
 - 13 人的資本に投資しているのは誰か
 - 14 人的資本経営の本質とCHROへの期待

- 15 エンゲージメント・アジェンダの設定
 - 16 ダイバーシティ・マネジメントの本質
 - 18 外部労働市場とのエンゲージメント
 - 19 事業ポートフォリオ変革に向けた人財ポートフォリオの構築

- 20 創造的な対話に向けて
 - 20 創造的な対話に向けた「問い」とは
 - 21 投資家とのエンゲージメントによるメリット



投資家が人的資本に注目する背景

人的資本が経営戦略の中心として位置づけられるようになった背景

1990年代は産業構造が大きく変わったエポックメイキングな時期で、産業構造が、第2次から第3次産業へと大きく構造変化したことから、従来重視されてきた工場や機械設備など物的資本を中心とした有形資産から、知識やスキル等人的資本や知的資本など無形資産が重視されるように変化しました。こうした環境下、企業の経営戦略における優先事項にも変化が出てきました。

従来は、労働の量が重要で、同質的なメンバーを投入して、大量生産するビジネスモデルが中心であったことから、労働力を資源と捉え、いかにその資源を効率的に配分して生産性を高めていくかが重要でした。

一方で、90年代に入ると、労働力を資本と捉え、高度な知識やスキルを持った人財をいかに確保するかが重要になりました。従来は人件費等PL中心に捉えていたものが、事業基盤の中心として広義のBSの中で人的資本を捉えるように変化する等、経営戦略における優先事項が、人的資本に変化したと言うことが出来ます。

また、物的資本を中心とした環境においては、従業員に求められるキャラクターも同質性が重視され、イノベーションの中心も、日本企業が得意な同質的なメンバーによる改良型イノベーションでした。

そして、その環境を支えたのが日本型雇用システムであり、日本型経営は、ジャパンアズナンバーワンともてはやされる等、日本企業が競争優位にたっていました。

この状況が、90年代以降、先行きが不透明で、正解のない外部環境の中、要請されるイノベーションの中身も破壊的なイノベーションに変化し、そこで活躍する人財は、多様で異質な人財、まさにダイバーシティ・マネジメントが企業に要請されるようになりました。

この状況に最も早く対応したのが、米国企業で、80年代に日本企業との競争に劣化した巻き返しが始まりました。そして、こうした環境と相性がいいのは、海外の雇用形態で多いジョブに報酬が支払われる型で、足元でいいますと、スキルに報酬が支払われる雇用形態ということになります。

ここで重要なのは、メンバーシップ型かジョブ型かの二者択一ではなく、中長期的な外部環境を検討した際に、どのような雇用形態が相性がいいかということになります。

以上を踏まえると、米国企業は30年前からこのゲームチェンジに対応できていたのに対して、日本企業はこの対応ができず、IT革命に乗り遅れ、デジタル後進国と揶揄される等、失われた30年を創り出してしまったと捉えています。

図表1

	～1990年代	1990年代～
産業構造	第2次産業中心 ～大量生産の工場 モデル等製造業中心	第3次産業中心 ～情報技術や サービス業中心
成長の大きな 要因・要素	有形資産 ～工場、機械設備等 物的資本	無形資産 ～人的資本や知的資本
労働者の 位置づけ	工場の機械を 動かす存在 ～頭数・労働時間という 「労働の量」が重要	知識やスキルを 持つ存在 ～知識・スキル習得、創造 性等「労働の質」が重要
経営戦略の 優先事項	労働力を資源と捉える ～調達した資源をいかに 効率的に配分するか ～人件費等コスト (PLとして捉える)	労働力を資本と捉える ～高度な知識やスキルを 持つ労働者の確保 ～事業基盤の中心 (広義のBSとして捉える)
イノベーション	連続的・改良型 イノベーション	非連続的・破壊型 イノベーション
求められる スキルや特徴	企業固有特殊スキル 同質性	一般的スキル 多様性
思考法	タテ割り ～業種内競争 (シェア重視) 解決策思考 ～バックルッキング	ヨコ割り ～業種にとらわれない 課題思考 ～バックキャスト
雇用システム との相性	日本型 Pay for ポスト	海外型 Pay for ジョブ →Pay for スキル

- ✓ 経営戦略における人財戦略の位置づけが劇的に変化
- ✓ 日本企業に対する欧米企業の巻き返しがはじまる
- ✓ 日本は、デジタル後進国へ

長期投資家にとって人的資本は価値創造の源泉

グローバル化やデジタル化、産業構造の変化やサステナビリティの要請等経営環境が激変する中、日本の雇用環境も少子高齢化、家族構成や雇用形態の変化、従業員の価値観の多様化等様々な点で大きな変化が生じています。その結果として、従来うまく機能していた日本型雇用システム*1に様々な課題が生じ、このシステムを維持していくことが困難になってきています。

こうした中、我が国では、政財界一体となって、人的資本経営の推進に向けた動きが出てきています。

従来は、人財を「人的資源」と捉え、経営資源の一つとして管理の対象としてきましたが、これからは、人財を経営上の重要な「資本」と捉え、この資本を最大化するために様々な取り組みをすることで、将来の企業価値向上につなげていくといった考え方に変化してきています。

そして、人財という才能を経費ではなく資産として評価し、投資や評価期間については、人財投資の効果が長期にわたることから、短期ではなく、長期的な視点で取り組むことが必要となってきました。

こうした環境下、資本市場においても、IT化の進展やグローバル化等により、ブランドや知的財産、人財価値等無形資産が重視されるようになってきました。

図表2は、米国と日本の時価総額に占める有形資産と無形資産の構成割合の推移になります。

米国では、IT化の進展やグローバル化等により、1990年代以降、ブランドや知的財産、人財価値等無形資産が重視される世界に変化しています。また、従業員エンゲージメントという概念が、この年代に生まれており、当時、

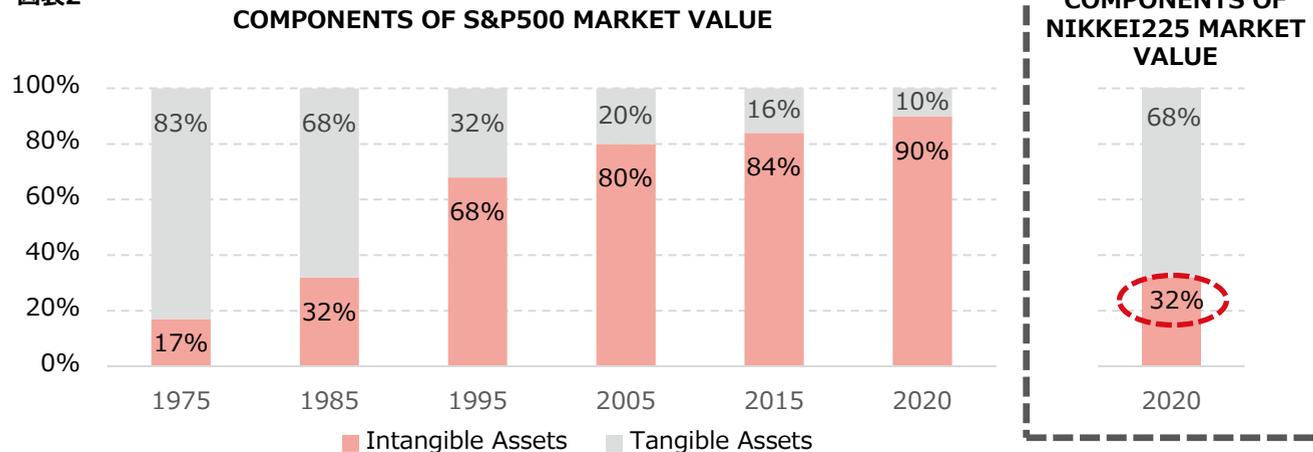
GEのCEOであったジャック・ウェルチ氏が、従業員とのエンゲージメントを最優先させたことは有名な話です。

それまでの考え方の中心であった「従業員は会社の帰属物である」という概念から、「従業員の持つ力を投入してもらう」といった、従業員を「投資家的存在」として捉えるように変化していきました。

一方で、日本は、有形資産の構成比がまだ約70%と無形資産がほとんど評価されていない状況で、人的資本や知的資本が評価されない結果、PBR 1倍割れの企業が依然多い等株価低迷の一因になっていることがここから想定されます。

逆に捉えると、この人的資本の潜在性という点で、この人的資本を活用すれば、日本企業の価値向上が期待できるという言い方が出来ます。

図表2



*1:

雇用システムとは、採用、育成、業務プロセス・職務設計、人財配置・業務アサイン、等級・評価・報酬を含む人事制度の設計と運用、これらを通じた人財の調達、リテンションとアウトフロー、これらすべてを運営する人事機能の在り方が総体として取り得る形をパターン化したものである。企業内に閉じて存在するものではなく、企業統治(資本市場との関係性)、企業間の外部労働市場や、企業外の教育制度・資格制度、そして働く人々のキャリア形成等の在り方をも前提として成立している

出所：Ocean Tomo HPより三菱UFJ信託銀行作成

投資家が人的資本に注目する背景

投資家の人的資本に対する期待

ここからは、投資家がどのように人的資本を投資判断に組み込んでいるのかについて説明させていただきます。

図表3左側は、以前、私が株式のファンドマネージャーをしていた際に頭の中で考えていたことをイメージしたものになります。

当時から、経営者のスキルやコーポレートガバナンス等も考慮していましたが、投資判断の中で大部分のウエイトを占めていたのは、PL中心の企業業績等財務情報でした。

表右側は、もし私が現在ファンドマネージャーだったら、投資判断の際にどのようなことを考えるかについてイメージしたのになります。

財務情報の比率が大きく減っていることがみてとれます。最上段の財務資本・製造資本、言い換えますと企業業績については、先行きが不透明な環境下、予測することが非常に難しくなっており、加えて、従来のビジネスモデルが、5年後、10年後通用するのかが全くみえない中、財務情報だけに依存しては、正しい投資判断が出来ない状況に変化してきています。

その一方で、ESG要素を含む非財務情報の重要性が大きくなってきています。非財務重視ということは、その成果が将来財務として

キャッシュフローに反映されるには時間がかかるという点で、重視する指標が、PLや中期経営計画から、事業基盤であるBSや長期経営計画に変化したこととなります。

そして、その中でも、人的資本は事業基盤を支える資本の一つとして、投資判断の重要な意思決定要素になってきていると考えています。

この点をもう少し説明させていただきます。

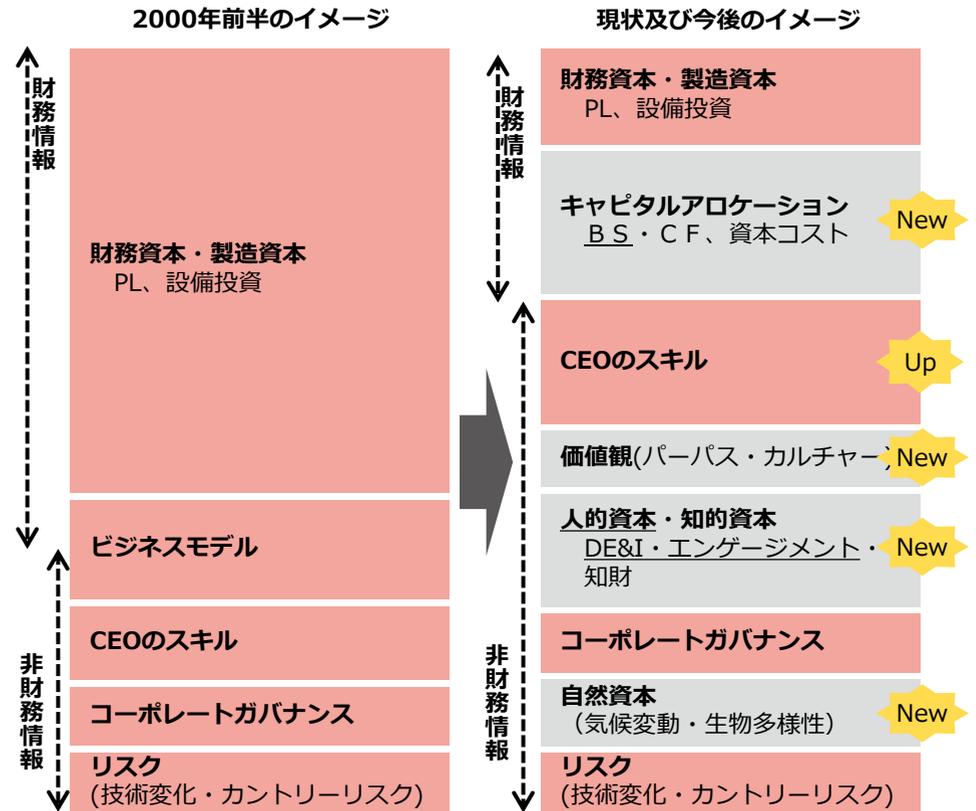
図表4の数式は、投資家が投資先企業の目標株価（現在価値）を算出する際に用いるDCF（ディスカウントキャッシュフローモデル）を簡略化したものです。

価値を向上させるには、分子のCFを引き上げる、分母の資本コストを引き下げる、成長率を引き上げることがポイントとなります。

この式に影響を与えるESG課題を考える際に、気候変動やダイバーシティ、人権、生物多様性等への取り組みは、どちらかという資本コストの部分、いわゆるリスク抑制に関係する一方で、人的資本は、リスク抑制に加えて、成長率やキャッシュフロー等企業価値向上に影響を与えることから、投資家の関心がより高くなっていることが想定されます。

その点で、この人的資本に関しては、ESG考慮の度合に関わらず、すべての投資家の関心が高いということが言えます。

図表3



図表4



コーポレートガバナンスとの関係性

投資家がESGの中で最も重視しているのはG（ガバナンス）です。コーポレートガバナンス・コード策定以降、日本でも形式的には、社外取締役が増加するなど進展がみられますが、実質的には、なかなか進展していないと資本市場では捉えています。

この背景には、日本のコーポレートガバナンスの3つの特徴(図表5)が関係していると、捉えています。

実はこの3点は、それぞれが複雑に絡み合いながら補強しているという特徴があります。

特に「従業員重視」という点、これは具体的には終身雇用、年功序列等を特徴とする日本型雇用システムとの関係になりますが、

ここが変革されない為に、コーポレートガバナンスの実質化が進展しないのではないかと考えています。

この3点の中で、「バンクガバナンス」について説明したものが、図表6になります。

かつての日本では、メインバンク制による「バンクガバナンス」の下で、債務返済の安全性を担保するとの観点から、業態・業容の維持や多角化による規模拡大等リスク分散が推進される等、リスクテイクよりリスク抑制が重視されてきました。

そして、その時代から経営者の意識が変革できていないことが、過度な企業規模拡大志向と安定志向につながっていったことが想定されます。

企業横断的な労働市場が小さい日本では、経営者のみならず、従業員の人的資本の価値が、企業の存続に強く依存しており、経営者と従業員等内部者に、保険としての多角化への強い需要があったことも考えられます。

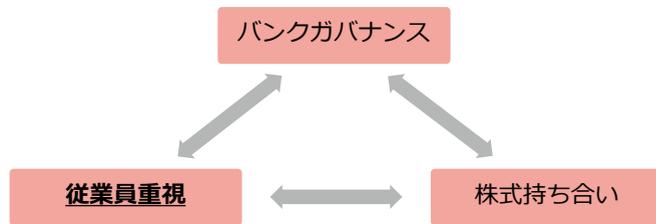
そして、この多角化は、多くのポストが創出できるという点で、日本型雇用システムとは相性がいい一方で、利益やコアビジネスかどうかといったことを考慮せずに、多角化を推進した為に、不採算事業を多数つくりだし、結果として、全体収益のレベルを低下させてしまうことにつながりました。

一方、過去30年において、銀行を中心とした安定株主の比率が低下し、機関投資家の保有比率が上昇した結果、両者の比率が逆転し、足元では、「バンクガバナンス」から「エクイティガバナンス」への移行が進展しつつあります。

また、「株式持ち合い」に関して、比率は減少傾向で、特に足元では、政策保有株を売却し、売却で得た資金を成長投資に回す企業が増えてきています。

その状況下、最後に残るのは、「従業員重視」になります。

図表5 日本のコーポレートガバナンスの特徴



従業員重視の概要

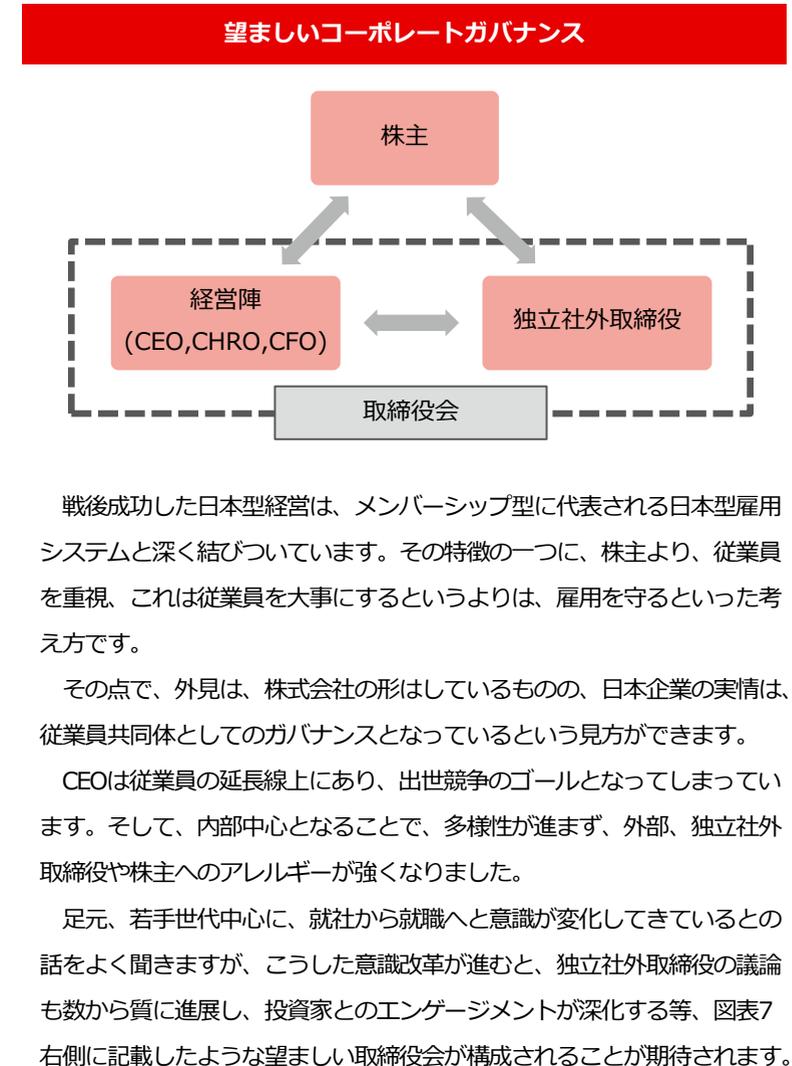
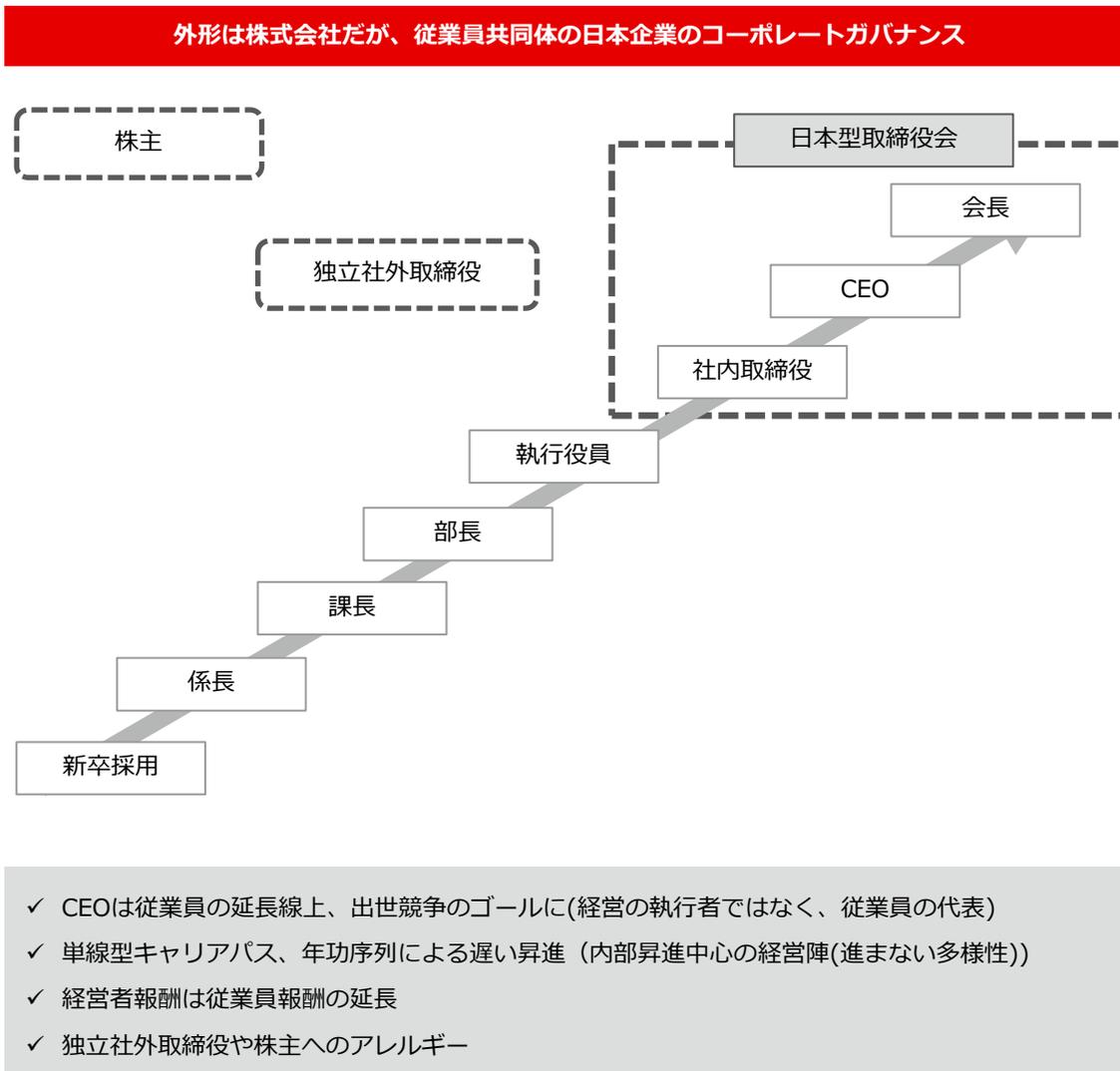
- 「終身雇用」、「年功序列」に代表される日本型雇用システムは、従業員と長期的な関係構築
- 従業員への強い雇用保障、経営者・取締役における内部昇進者の優位性
- 株式市場から相対的に自由な企業経営の構造を構築

図表6 バンクガバナンス

バンク（デット）ガバナンス （債権者主体）	エクイティガバナンス （株主主体）
過去の実績	将来の予測
安全性、安定配当	成長性
財務体質（自己資本比率）	収益性（ROE、資本コスト）
多角化に好意的	多角化に否定的
リスク回避	リスクテイク
コンプライアンス重視	ガバナンス重視

コーポレートガバナンスとの関係性

図表7 従業員共同体としてのガバナンス



コーポレートガバナンスとの関係性

この従業員重視のイメージを深掘りしたのが、企業とステークホルダーとの関係性をイメージした図表8,9になります。

以前、ダボス会議等で、株主資本主義とステークホルダー資本主義という観点で、米英は、独仏対比で、株主との関係が強く、その修正に関して議論が盛りあがりました。

この議論があった際に、日本では、我々は、もともとステークホルダー資本主義で、三方よしの発想が昔からあったという点が話題になりました。

この点に関して、日本企業の実情は、図表9のイメージに近いと、捉えています。

先ほど、バンクガバナンスの話をしていただきましたが、従来は、ステークホルダーとの関係性において、債権者との関係が強く、株主との関係が弱いというのが特徴でしたが、欧米企業との最も大きな違いは、従業員が会社と一体化しているところになります。

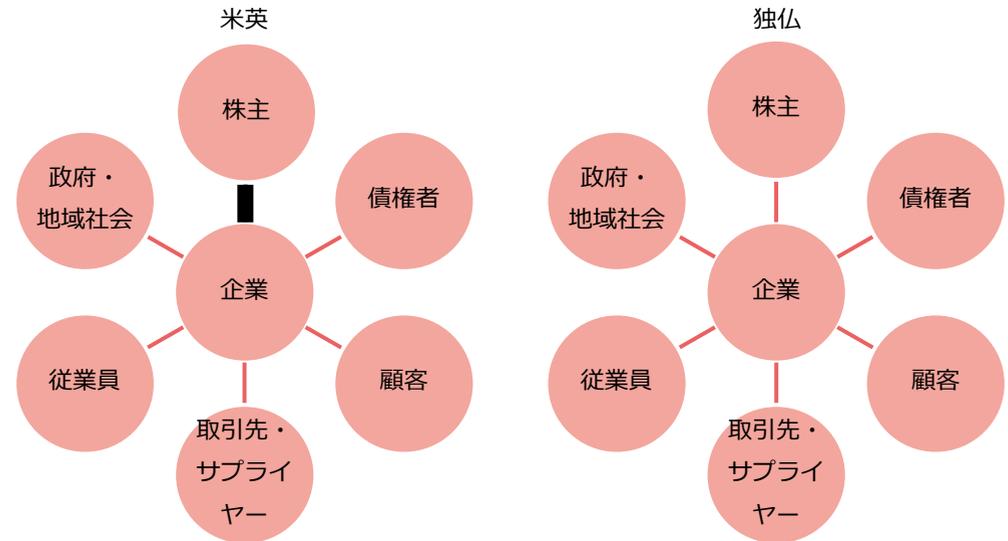
これは、日本人は、就職でなく、就社しているという話にもつながるものですが、そのかわりに雇用が守られるといった、企業と従業員が、タテ関係で形成されていることを意味します。

本来であれば、会社と契約をしている従業員は、企業の外側に位置付けられるのですが、本人の意思に関わらず、会社が転勤や異動を命じれば、黙って従うという世界でもまれなタテの関係性が構築されているのが日本企業の特徴です。

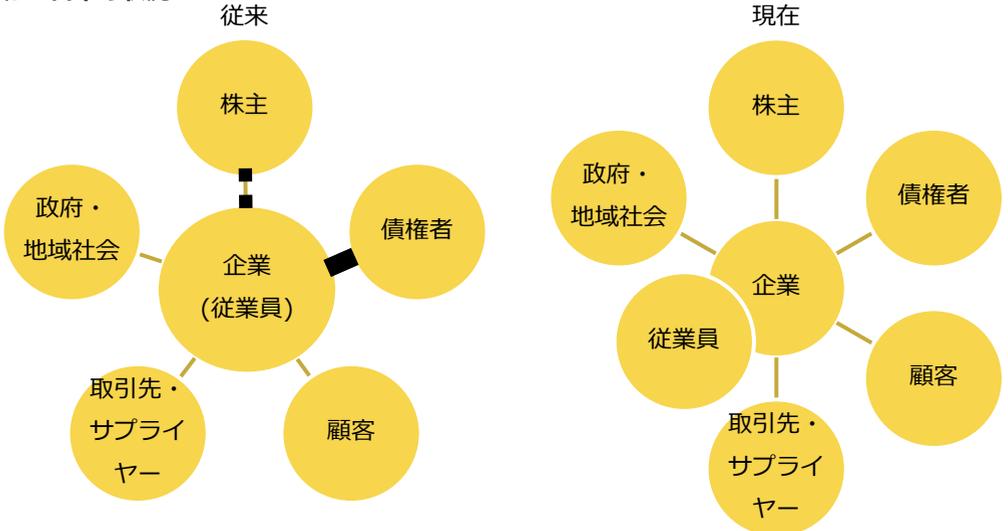
この関係性が、足元の日本企業の人的資本経営推進や人財マネジメント変革の中で、ようやく、タテからヨコ方向に動き始め、海外と同様な関係性が構築されつつあります。

そして、この関係性が進むと、いよいよ質をともなった日本のコーポレートガバナンス改革が進展するのではないかと期待しております。

図表8 海外の状況



図表9 日本の状況

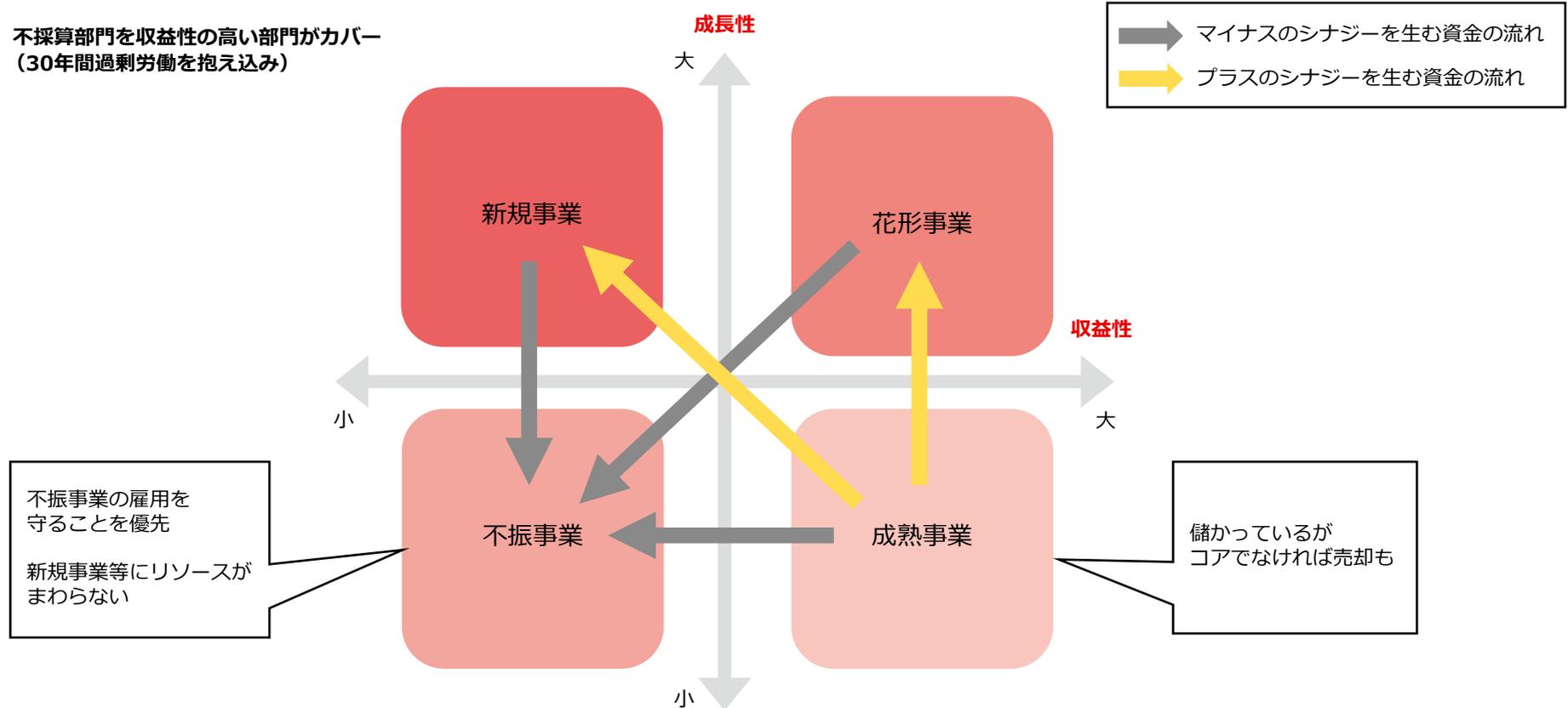


- ✓ 米英は、株主との関係性が強いのが特徴
- ✓ 日本は、従業員との関係性がタテからヨコへ

投資家が人的資本に注目する背景

事業ポートフォリオ変革との関係性

図表10 不採算部門を収益性の高い部門がカバー
(30年間過剰労働を抱え込み)



国内上場企業の事業再編の動向をみると、M&Aに関しては、増加傾向である一方で、事業切り出しについてはほぼ横ばいの状況が続いてきました。

日本企業は、終身雇用が前提となっており、雇用の継続性が高いことから、事業間で処遇の差がつけにくく、不採算部門(不振事業)を収益性の高い部門がカバーするといった運営が継続されやすいことが、特徴としてあげられます。

その結果、不採算部門で30年間過剰労働を抱え込んでしまい、企業全体の低収益性がなかなか脱却できないことにつながりました。

一方で、足元では、ベストオーナーという発想のもと、たとえ儲かっているコアビジネスでなければその事業を売却する動きも出てきています。ベストオーナーとは、自社が「対象事業やその従業員にとってベストオーナーなのか」という考え方で、経営者には、その事業に属する従業員が、その会社にとどまるのが本当に幸せなのか、いきいきと働けるのか、といった発想が要請されています。

このあたりの変化は、まさに日本型雇用システムの変革が生み出した新たな動きではないかと、捉えています。

エンゲージメントの出発点

「エンゲージメント」の定義には様々な考え方がありますが、「『責任ある機関投資家』の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」では、機関投資家が「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を「目的を持った対話（エンゲージメント*2）」と位置付けています。

企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じて相互理解を促進する段階から、解決すべき課題（エンゲージメント・アジェンダ）を設定した上で、企業価値向上に向けた課題解決について議論し、緊密な関係を維持しながら結果を出していくまでの幅広い認識がここには含まれています。

*2:以降、目的を持った対話を「エンゲージメント」と定義する

*3:以降、目的を持った対話が深化したものを「創造的な対話」とする

それでは、この企業と投資家の関係性の構築から、解くべき課題の設定、そして目的を持った対話を深化*3させていくまでの流れについて、投資先企業とのエンゲージメントにおける実例をベースに、ここからは、説明させていただきます。

まずは、出発点である企業と投資家との「関係性の構築」からスタートします。

ここでは、お互いのコミュニケーションを通じて相互理解を進め、そしてお互いのギャップ、溝をうめていくことが重要になります。ここで、このギャップ、溝については、ネガティブではなく、ポジティブに捉えることがポイントです。

そもそも、ギャップがなければ、対話する必要がないわけで、ギャップがあるからこそ、新たな気づきやインサイトを得ることが可能になります。

「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」の策定を受け、投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことが求められている

出所：「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）等より三菱UFJ信託銀行作成

出発点は関係性の構築



問題の本質を捉え、解くべき課題を定める



問いを投げかけ、創造的対話を醸成する



- 双方向のコミュニケーションを通じて相互理解を促進する
- 企業と投資家の認識の差、ギャップを埋めていく

EX 統合報告書の活用
時間軸の設定
価値の捉え方等



エンゲージメントの出発点

投資家と企業の思考構造のギャップ

ここからは、足元で発行されている日本企業の統合報告書における開示をベースに、投資家と企業の思考構造という形で整理させていただきます。

ギャップの視点としては、人的資本の捉え方や、時間軸、人的資本といった非財務情報が企業のビジネスモデルの持続性にどのように影響を与えるのか、ダイバーシティ・マネジメントや人的資本の最大化、人財戦略と経営戦略の連動等があげられます。

足元では、ジョブ型やタレントマネジメント等のワードが新聞紙面やWEB上を賑わせる等、人財マネジメントの一部を部分的に切り取って盛り上がる状況が続いています。

このあたりは、人的資本が他のESG課題との大きな違いとして、その内容が、価値向上という観点からリスクマネジメントまで幅広いことと関係があると思われる。

そうした観点では、各社にとって重要性は異なり、開示においては、網羅的に開示するのではなく、優先順位をつけて開示していくことが重要です。

さらに開示はあくまでも出発点であり、目的や目標ではないとの認識を持つことも必要となります。

また、企業は人的資本をリスク抑制ととらえることが多く、自社が取り組んでいるすべての項目について網羅的に開示するケースが多いことに対して、投資家は人的資本を無形資産への投資等オポチュニティとして捉え、その企業の競争優位性がどこにあるかといった点を見出したいと考えています。

そして、投資家はその取り組みが将来の企業価値にどのように結びつくかに高い関心を持っています。

図表11

企業の視点 (多く見られる開示)	ギャップの視点	投資家の期待 (投資判断につながる情報)
リスク抑制 開示は網羅性重視	人的資本の捉え方	価値向上 開示に競争優位性期待
現在及び過去思考	時間軸	将来思考
インプット重視 現状ある内部資源の開示に留まる	将来財務との関係性	アウトカム重視 将来想定される環境変化への対応
多様性を尊重 自社の人財は多様と認識	ダイバーシティ・ マネジメント	価値向上、イノベーション創出を期待 知と経験や視点の違いを重視
新卒採用・自社人財重視 自社評価（エンゲージメントスコア）	人的資本の最大化	雇用形態の多様化 外部労働市場からの評価
経営はコミットしているものの、 取り組みは人事部門に依存	人財戦略と 経営戦略の連動	将来のありたい姿（長期戦略）に向けた 人財配置・採用方針を知りたい

エンゲージメントの出発点

価値創造ストーリーの構築に向けて

次に、前頁で説明させていただいた企業と投資家の思考ギャップを踏まえ、具体的な開示のあるべき姿について、投資家の視点から提言します。

日本企業の統合報告書における人的資本開示の特徴として、自社の取り組みを網羅的に開示する一方で、ビジネスモデルの中でそれをどのように活用していくのか、それによって自社がどう変革していくのか、どうありたいのかといったことが、経営戦略にまで落とし込まれていないことがあげられます。

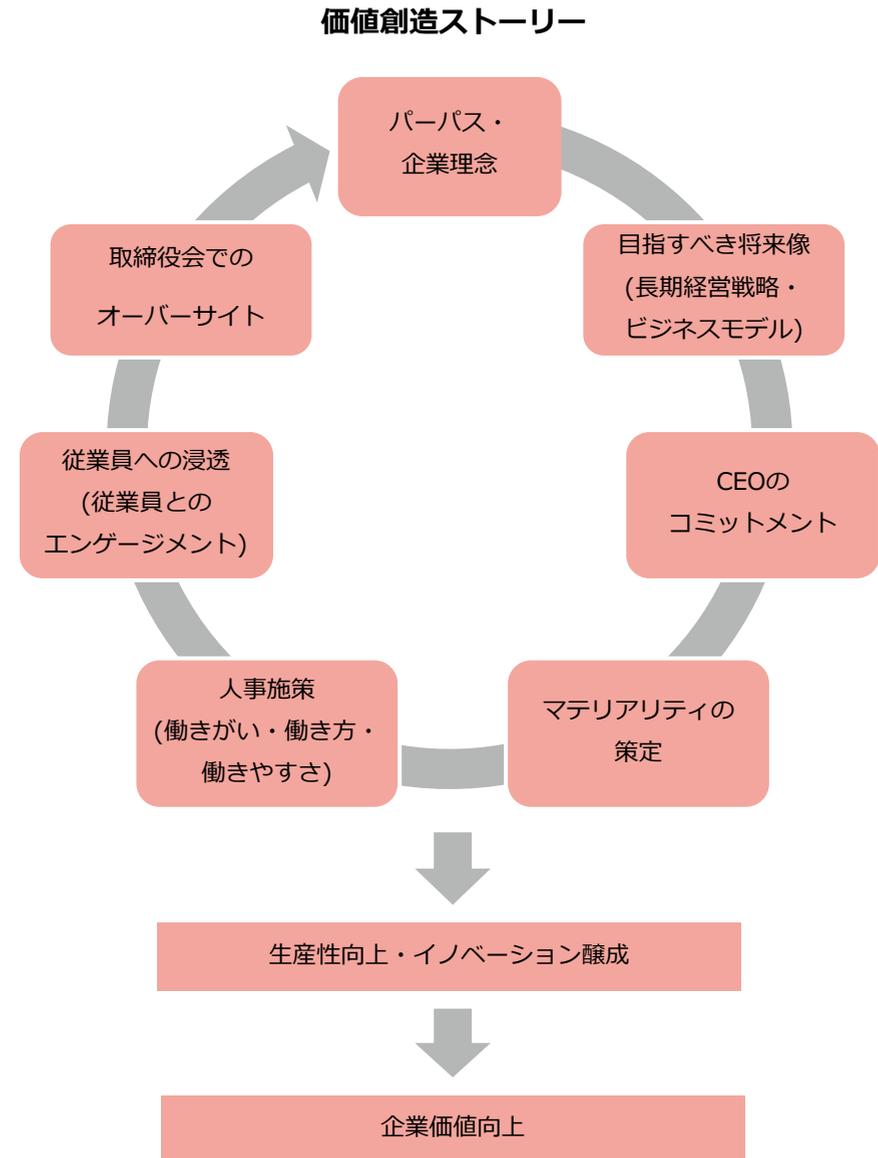
言い換えると、情報のインプットが中心で、アウトカムに関する開示が欠如しており、バックキャスト思考で説明されていないことから、経営戦略と人財戦略が一体化せず、投資家が、その取り組みから将来の企業価値向上への関係性を想定することが難しいのです。

また、自社ならではの取り組みや考え方が示されておらず、競争優位や差別化要因を見出しにくい点も特徴としてあげられます。そして、これは人的資本に限定したものではありませんのですが、経営戦略や目指すべき将来像と、サステナビリティ戦略が分断されている、厳しい言い方をすると、マテリアリティのきれいごと化が継続されている印象を持っています。

経営陣の人的資本に関するコミットメントという点については、詳細は後程説明させていただきますが、人事施策等の取り組みが人事部門だけで完結している等、経営からの距離がかなり離れている開示が多く見られます。

投資家は、人的資本が、企業のパーパス・理念や全体戦略、ビジネスモデル、企業価値とのつながりをもって価値が生じるという前提で考えており、それらを考慮した「ストーリー」を有する説明を期待しています。

図表12



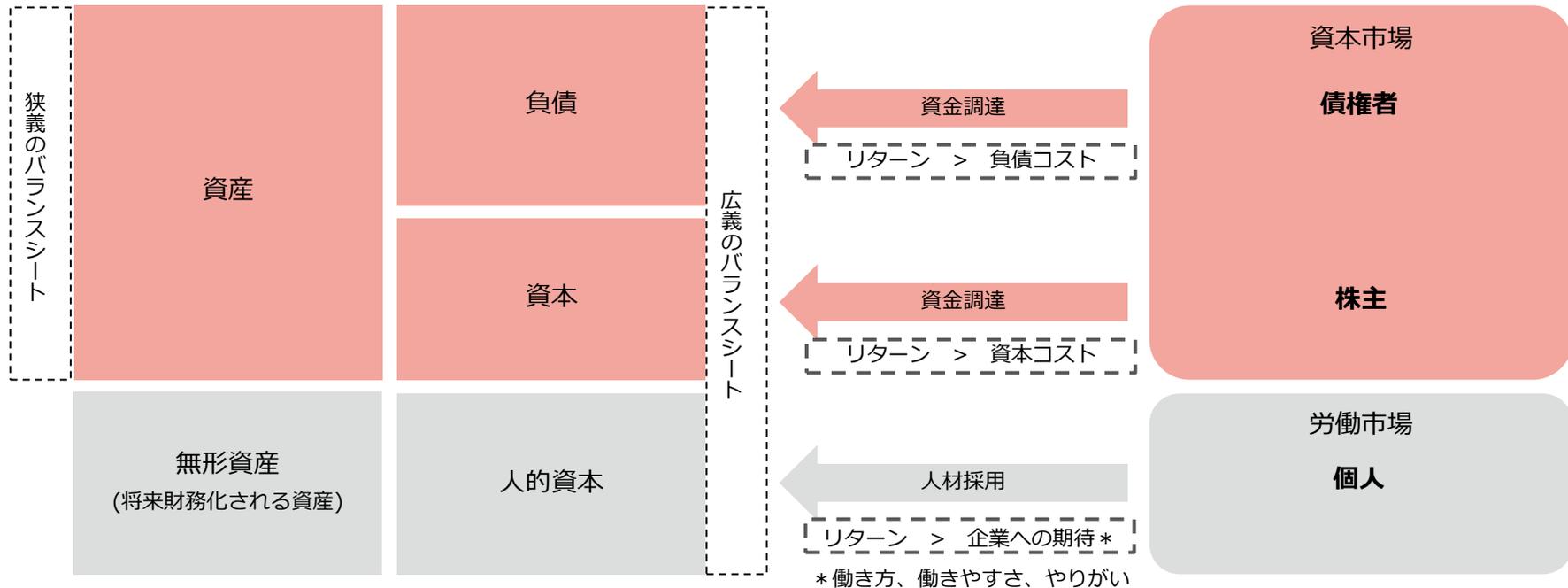
エンゲージメントの出発点

人的資本に投資しているのは誰か

ここからは人的資本に投資しているのは誰かという点について考えてみます。この表は、貸借対照表をベースに、スライド下段に人的資本を右側に、その最大化によって将来財務化される無形資産を左側に位置付けることで、人的資本最大化のイメージ図を作成しています。

株式投資家が、投資判断、その企業に投資する際の意思決定プロセスにおいて、期待収益率、いわゆる資本コストを超えるリターンが獲得できるかを検討するのと同様に、外部労働市場における個人は、その企業に就職するかどうかの判断プロセスにおいて、企業への期待、具体的には、働き方、働きやすさ、やりがいを上回るリターンを、自身が獲得できるかを検討し、就職という判断をすることになります。

図表13



ここでいう個人は、冒頭の無形資産のところであれさまでいただいた「投資家的存在」であり、人的資本論の第一人者であるゲーリー・ベッカー氏が、人的資本を「企業が財務や生産設備に投資するように、個人が自身の能力やスキルを開発するために自分に投資することで増やすことができる」と捉えているように、株式投資家同様、個人も企業に投資をしているということになります。

この関係性においては、企業と個人は、企業が一方的に個人を選ぶという「タテの関係」ではなく、企業と個人は選び選ばれる「ヨコの関係」であり、お互いに、より緊張感をもった関係が構築されます。

エンゲージメントの出発点

人的資本経営の本質とCHROへの期待

ここでは、人的資本経営とは何か、その本質と想定される経営戦略と人財戦略の連動について整理しました。

外部環境の変化により、人財戦略が経営戦略に占める優先順位が高くなる中、日本企業においても、この戦略を経営戦略に連動させようとする意識が高まり、その結果、人的資本経営の推進を掲げる企業が増加しています。

一方で、資本市場から見ると、その取り組みが人事制度の変更に留まる等やや表層的かつ近視眼的で、本質が捉えられていない印象を受けます。

足元で発行されている各社の統合報告書からは、CEOが人財の重要性についてコミットする事例が増えていますが、人事施策等の取り組みが人事部門だけで完結している等、経営からの距離がかなり離れている印象を持っています。

CEOが人財ファーストの思考に意識改革し、自らあるいはCHROとともに率先して人財マネジメントの変革をリードしているかが、足元の開示内容からは読み取れないのです。

また、CHROという職を設定したものの、その役割に関して明確な定義がされないまま、従来の人事部長を更に一段上から監督、

管理するいわゆる「スーパー人事部長」が置かれているケースもよく見られます。

本来であれば、企業にとってCHROを設置するということは、将来に向けた経営戦略の議論の一丁目一番地に人財に関するアジェンダを設定することになるはずですが、その意識がCEO、CHROとも欠如しているため、CHROを設置しても経営戦略と人財戦略が連動しないのではないかと考えられます。

そもそもCHROのあるべき姿とはどのようなのかについて、図表14に記載させていただきました。CHROとは、イノベーションを創出するために組織開発する経営者になります。

次に、この経営戦略と人財戦略を連動させるキーマンであるCHROに関して、投資家はどのようなことを期待しているかについて整理しました。

中長期的に人的資本を最大化していくには、現在所属しているメンバーだけでは不十分で、社内では育成が追いついていない人財を外部市場から獲得し、他社との業務提携やM&Aによって有用人財を確保することが重要となってきます。この人財ポートフォリオ構築とその最大化に向けて、CHROには取り組みをリードしていくことが期待されます。

図表14

CHRO(最高人財責任者)は、イノベーションを創出するための柔軟な組織や人財の仕組みをつくり上げていく経営者で、CEO(最高経営責任者)のパートナーとなる存在

出所:日本CHRO協会HPより三菱UFJ信託銀行作成

CHROへの期待

- 人財ポートフォリオ構築とその最大化に向けて取り組みをリード
- 労働市場や技術変化のトレンドを見極め、将来有用人財の採用をCEOに提言
- 企業カルチャーの変革や企業理念等パーパス浸透に向けて責任を負う
- 資本市場へ情報発信、エンゲージメントで得た気づきや改善点を人事戦略に反映
- 長期経営計画策定、M&A検討の場においては、CFOとともにCHROも常に同席

また、外部労働市場のトレンドの理解に留まらず、テクノロジー等技術変化の先行きの動向（現状であれば、AIの動向）を見極め、その企業にとって将来有用になる人財がどこにいて、どのように採用すべきかをCEOやCFOへ提言し、その意思決定を促すスキルも期待されます。

例えば、今後成長が期待される分野で最高の人財が揃っているスタートアップ企業等にCEOの眼を向けさせることもCHROの腕の見せ所であると思われます。

そして、経営戦略や人財戦略を実施する上で不可欠な企業カルチャーの変革や企業理念等パーパスの設定において、経営陣や取締役会との議論をリードし、その浸透に向けて責任を負っていくことも重要です。

また、CHROには、自ら資本市場に対して、自社の人財戦略について積極的に発信し、投資家とエンゲージメントを実施するとともに、そこで得た気づきや改善点を人事戦略や人事施策に反映させていくことも期待されます。

最後に、将来のありたい姿に向けて長期経営計画を策定する局面や、M&Aや事業切り出し等事業ポートフォリオ変革が必要かを検討する際には、CFOとともにCHROも常に同席し、将来の人財ポートフォリオの在り方やそこに向けた人財配置・育成・投資について、CEOに対して積極的に提言していくことを投資家は期待しています。

エンゲージメント・アジェンダの設定

次に課題の設定について説明します。

人的資本という観点では、例えば人的資本の最大化やどのようにイノベーションを醸成するか、生産性向上にむけた人財戦略や施策はどのようなものか、また、足元の課題として大きくなっている経営戦略と人財戦略の連動とは

どういふことなのか等が、資本市場が期待するアジェンダになりますが、それぞれ非常に抽象的なものです。

この抽象的な目標と具体的な取組、この抽象と具体をいったりきたりすることで対話の解像度をあげていくことになります。

出発点は関係性の構築



問題の本質を捉え、解くべき課題を定める



問いを投げかけ、創造的対話を醸成する

「抽象」と「具体」の
往復で対話の解像度を
あげていく



● 課題（エンゲージメント・アジェンダ）
の設定

EX 人的資本の最大化
イノベーションの醸成
生産性向上に向けた人財戦略
経営戦略と人財戦略の連動



ダイバーシティ・マネジメントの本質

このダイバーシティ・マネジメントに関しては、その差が欧米企業と日本企業のイノベーションを醸成する差となり、結果として収益力の違いにつながっていると考えています。

多様性には、表層的なダイバーシティと深層的なダイバーシティの2つの次元があります。

表層的なダイバーシティが、ジェンダーの差や、人種・民族など、どちらかという可視化しやすい違いのことを指していることに対して、深層的なダイバーシティは、働き方や価値観、経験、役職など、外から見ただけでは、可視化しにくい違いを指します。

ダイバーシティ・マネジメントの効果という点で捉えた場合においても、二つのダイバーシティでは、違いがあり、表層的なダイバーシティは、どちらかという、対外的効果が高いのに対して、深層的なダイバーシティは、組織の内部にゆっくりと浸透し、中長期的に影響を与えていくものです。

よって、イノベーションに対する効果を期待する場合、後者が重要となります。

現状は、この2つの次元のダイバーシティが混同して議論されており、そのことがダイバーシティ・マネジメントの誤解にもつながっている印象があります。

2022年5月に策定された「人材版伊藤レポート2.0」においても、「知・経験のダイバーシティ & インクルージョンのための取組」が提言されています。

そこでは、キャリアや人生設計の複線化が当たり前になり、多様な人材がそれぞれの持ち場で活躍でき、失敗してもまたやり直すことが可能なもので、結果として、企業の付加価値につながる変革やイノベーションが起ることを目指しています。

図表15



出所：日本労働研究雑誌 2008年5月号 谷口真美 「組織におけるダイバーシティ・マネジメント」より三菱UFJ信託銀行作成

ダイバーシティ・マネジメントの本質

ここで重要なポイントは、経営環境の変化に伴い、ビジネスモデルの変革が必須となる中において、社内人財だけに限定せず、必要な人財を外部から登用・確保することであると考えています。

そのためには、「すでに持っているものを使う」という「人的資源」の発想から脱却し、外部から採用する人財も含めて構成される「人的資本」によって、価値を創造、イノベーションを創出していくという考え方に切り替えていくことが必要です。

その観点では、同質性の高いチームから多様なチームへと変革していくことが、重要となります。

これまでは、ダイバーシティと言いながら、たとえば女性管理職比率など、前頁の「表層的なダイバーシティ」を日本企業は対外的に公開してきました。

しかし、人的資本経営を推進し、企業として価値を創造していくためには、そうした表層的なダイバーシティよりも「知・経験」具体的には、専門性や経験、感性、価値観など「深層的なダイバーシティ」に目を向け、活かすための投資をし、戦略と結びつけていくことが重要です。

図表16は、企業におけるダイバーシティの取り組みの姿勢を「抵抗」「同化」「多様性尊重」「統合」の4段階で区分しています。

「抵抗」とは、多様性の存在を回避し、全くアクションも起こさない姿勢です。「同化」は、たとえば「男女雇用機会均等法ができたので、女性を採用する」といった外形的には多様性を受け入れながらも、現行システムは変えない、そして、違いの存在を認めるものの、ビジネスにとってどのような価値があるのか明確にしていけないのが「多様性尊重」です。

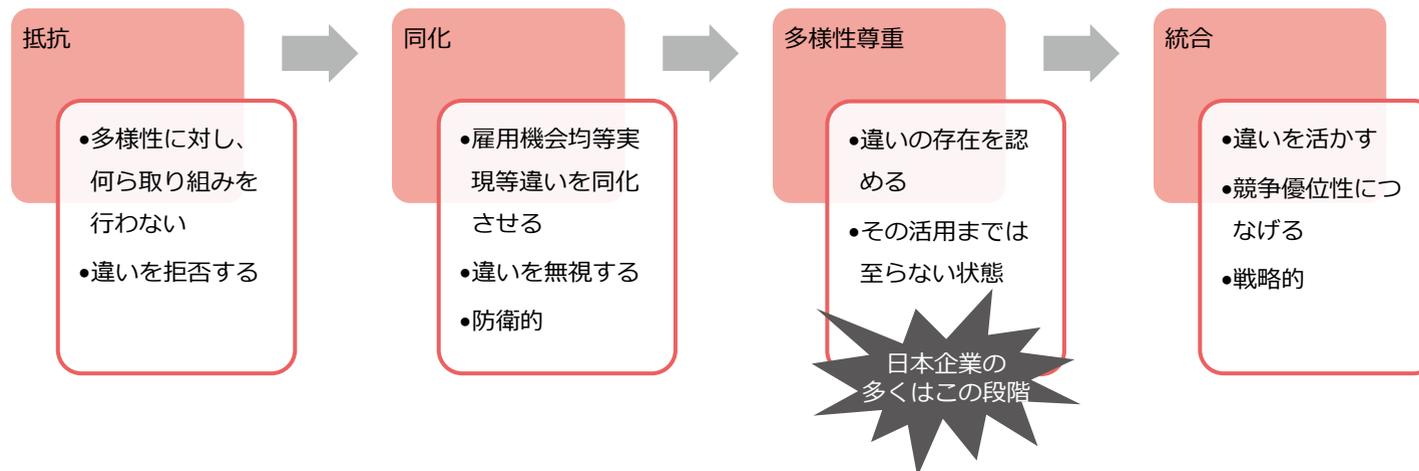
日本企業の多くが、この段階にとどまっています。

多様性尊重から統合へと次のステップにむすびつける、具体的にはビジネスにどうむすびつけるかの取り組みとして、日本企業に必要なのは雇用形態の多様化であると考えています。

新卒一括採用中心の日本企業と中途採用中心かつ様々な雇用形態がある米国企業とでは、視点や考え方、スキルの多様性という点で最初から差が生じています。

日本型雇用システムに限界がきているとの指摘はありますが、欧米との収益性の差という点では、この雇用形態の多様化のところが最も大きな課題と捉えています。そして正解のない時代には、アート思考など常識にとらわれない人財の確保も重要と考えています。

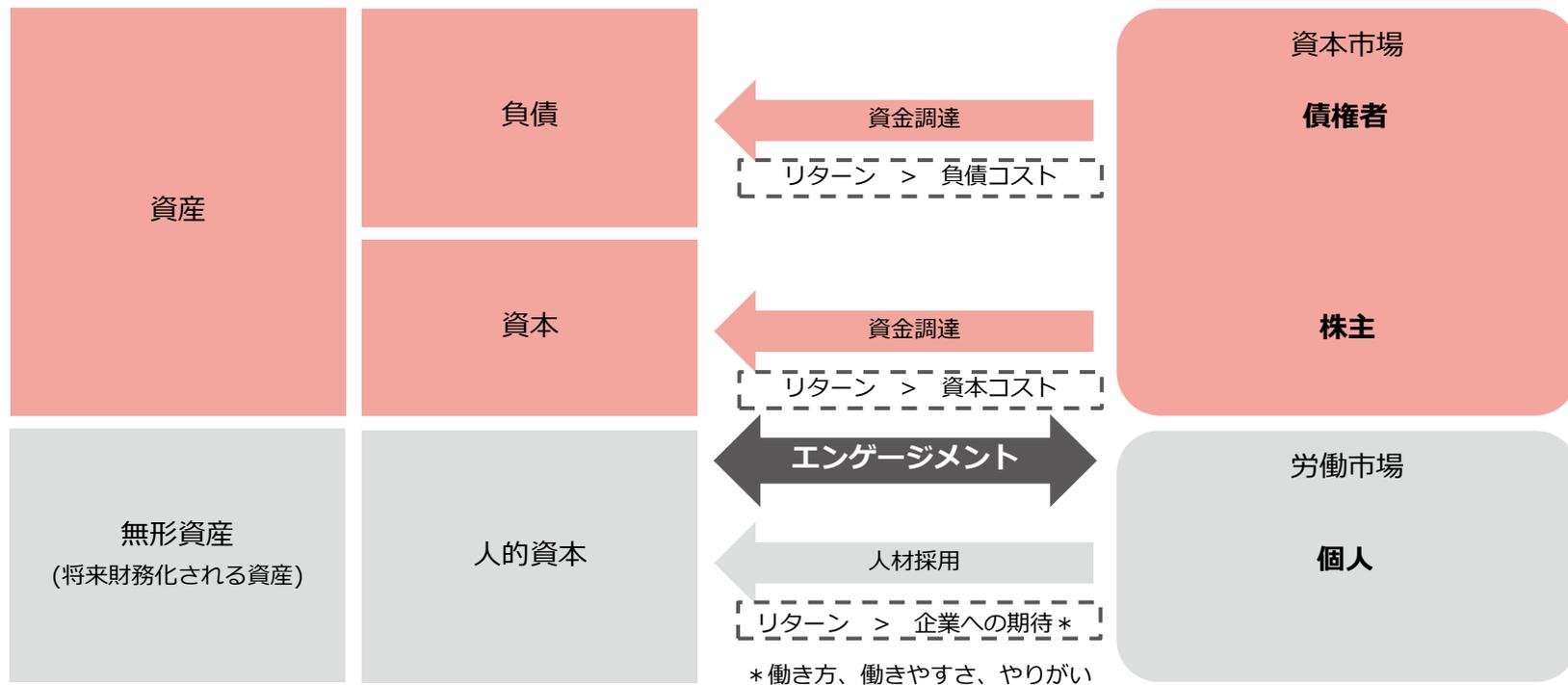
図表16



外部労働市場とのエンゲージメント

13ページで説明させていただいた「人的資本」を構成するメンバーは、長期的な視点で捉えると、現状所属する従業員に加えて、中途採用や将来のM&A等と一緒にいるメンバーも含まれます。一方で、現状、日本企業が実施している人的資本経営推進への取り組みは、社内メンバーに限定された人的資本に対して、実施されている印象を持っています。

図表17



従業員エンゲージメント・スコアを開示している点はすばらしいのですが、スコアに加えて、外部の労働市場からどういう評価をうけているかが、その会社の将来の競争力につながるという点においてより重要で、投資家は、外部労働市場とどのようなエンゲージメントをしているかを重視しています。その観点で、日本企業には、採用に関する開示が圧倒的に少ない印象を持っており、積極的な開示を期待しています。

そしてこの取り組みは、先述した「同質性の高いチームから多様なチームへと変革していくこと」につながります。

事業ポートフォリオ変革に向けた人財ポートフォリオの最大化

9Pで説明させていただいたように、足元では、ベストオーナーという発想のもと、たとえ儲かっているコアビジネスでなければその事業を売却する動きも出てくる等、事業ポートフォリオ変革の動きが加速しています。

そして、この動きとあわせて、リスクリングによる配置転換等の人財マネジメントにも大きな変化が出てきています。

ここでは、その動きに向けた人財ポートフォリオの最大化という観点で、投資家の期待について、取り上げます。

人財ポートフォリオ構築にあたっては、目指すべきビジ

ネスモデルや経営戦略の実現に向けて、事業ポートフォリオの変革と同時に、検討されることが重要です。

そして、この構築に向けては、現時点の人財やスキルを起点とするのではなく、経営戦略の実現、新たなビジネスモデルへの対応という将来のあるべき姿からバックキャストする形で、検討することを期待しています(図表18上段)。

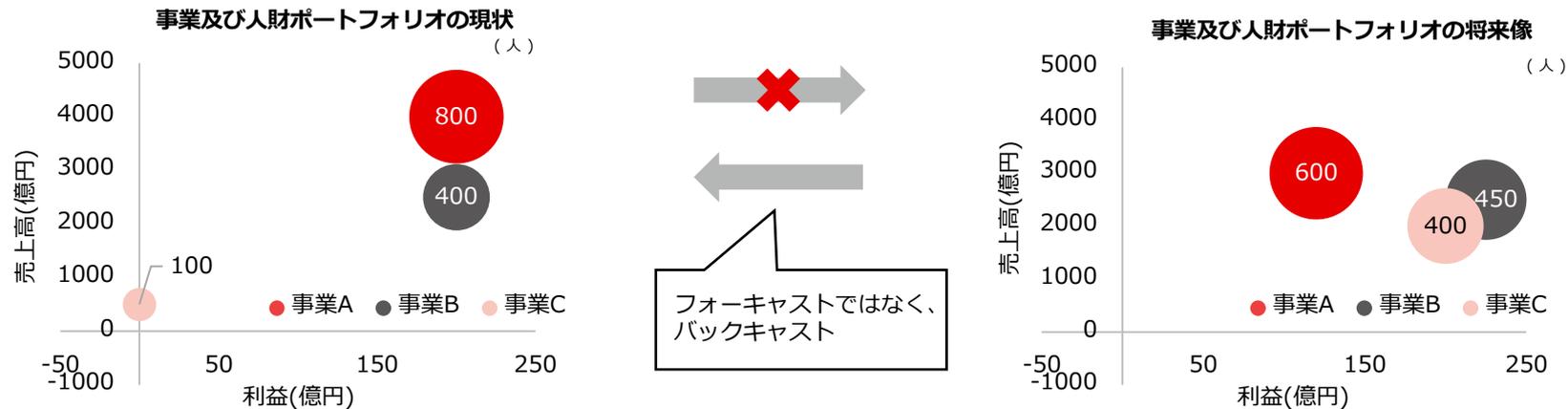
また、従来から、事業ポートフォリオの将来像という形で、売上や利益の予測を開示しているケースは、日本企業においてもよく見られますが、ここでの提案は、人財もあ

わせたポートフォリオを開示することになります(図表18)。

注力分野の人財の将来像、また、その人財の調達には中途採用か配置転換か、そこにあわせてリスクリングがどうなっているか、一人当たりの生産性がどのように変化していくのか、また、外部採用の処遇いわゆる競争優位性はどのようになっているか等、こうしたイメージがあると投資家とのエンゲージメントが深化することが想定されます。

まさにこうした考え方や開示が、経営戦略と人財戦略の連動ということになります。

図表18



人財ポートフォリオの将来像

- 事業Aは業界の成長性が鈍化、5年後の収益減に伴い、人員を200名削減
- 事業Aにおいて削減される200名は配置転換により、50名が事業Bへ、150名が事業Cへ
- 配置転換の200名に対して転換後事業への教育投資を毎年20億実施<リスクリング>
- 事業Cは、新規事業で成長性が見込まれるため、人員を300名増加、増員300名の内訳は、配置転換150名、中途採用150名
- 全社人員は増加するが、従業員1人当たり利益は3,076万から3,756万に上昇(DX教育投資等により、労働生産性向上)

創造的な対話に向けて

創造的な対話に向けた「問い」とは

投資家とのエンゲージメントとは、従来からあったIR活動と何が違うのか、また、「対話の本質とは」というそもそも論について紹介させていただきます。

ここまでは、対話というものを投資家からの目線で紹介させていただきましたが、視点を変えてそもそも対話とは、「問い」とは、という観点で整理しました。

対話とは、あるテーマに対して、自由な雰囲気の中かで、それぞれの意味づけを共有しながら、お互いの理解を深めるためや、新たな意味づけを創り出すためのコミュニケーションです。

議論や討論とは異なり、正しさや勝ち負けはないことから、他者を打ち負かそうとすることや、答えを導く必要はありません。

一方的に「質問」を発するのではなく、互いに有効であったと思える時間を過ごすことが重要です。

続いて「問い」ですが、これは創造的な対話を促進させるトリガーになるもので、「質問」や「発問」と異なり、答えは誰も知らないというのが特徴です。

企業と投資家との関係では、「質問」とは、投資家が企業のIRに取材してヒアリングする等、企業が答えを持っているもの、投資家は持っていない関係性になります。

「発問」は、例えば、投資家が株主総会で企業に対して株主提案を行うことが該当すると考えられます。ここでは投資家が答えをもっており、企業は答えを持っていない状況です。

これらの点を前提として、先述したエンゲージメント・アジェンダとして設定した課題に対して、「問い」が投げかけられることとなります。

人的資本の最大化にむけては、企業価値向上に結びつく

人財ポートフォリオとはどのようなもので、将来に向けてどのように変化するのか？イノベーション醸成にはダイバーシティ・マネジメントが重要であるがこの取り組みをより進展させるにはどのような取組が考えられるか、といった感じで、抽象と具体とをいったりきたりします。

まさにこの「問い」によっていかに創造的な対話をつくりあげるかという点で、投資家は、いかにいい「問い」を生み出せるかが腕の見せ所となります。

出発点は関係性の構築



問題の本質を捉え、解くべき課題を定める



問いを投げかけ、創造的対話を醸成する

- 企業と投資家の双方に利益をもたらすことが出来るという共通認識を醸成する

- 持続的な成長に向けたシナリオを共に理解し、共有する

EX 持続的な企業価値向上に向けた人財ポートフォリオとは？

多様性を尊重する段階から競争優位にどのようにつなげるか？

Well-beingや健康経営促進と生産性との関係性？

CEOやCHROの組織改革に関する意識は？



創造的な対話に向けて

投資家とのエンゲージメントによるメリット

最後に投資家とのエンゲージメントによるメリットについて紹介します。

- ✓ 投資家の理解と支持を得て、長期的・持続的成長への原資確保、資本コストを低減
- ✓ 投資家は戦略的なパートナー。エンゲージメントを通じて、様々なアイデアやインサイトを獲得
- ✓ 投資家は経営陣対比、物事を客観視できる。内外の同業他社へのアクセス・情報収集が容易

1点目は、投資家の理解と支持を獲得することは、長期的かつ持続的な資金調達を確保することにつながります。

また、対話によって投資家が、その企業の先行きの不透明感を払しょくしたり、リスクとして考慮すべき点は何かということ事前に認識できる点で資本コストの低減、つまり株価のボラティリティを抑えることにつながります。

2点目は、投資家は戦略的なパートナーになり得る存在です。

特に長期投資家は、パートナーとなり得る当事者意識の高い存在で、こうした存在を活用すべきです。これは、上場しているメリットともいえるもので、様々な投資家を活用し、関係を構築し、エンゲージメントを深化させることで企業にとっても経営戦略等のきづきやアイデアを得ることができます。

3点目は、投資家の特徴に関係するものですが、企業の経営陣と比較して、物事を客観視できる、言い方を変えると、俯瞰して見ることが出来る点が特徴だと認識しています。

尚、以下に創造的な対話に向けて投資家として気をつけている点について、記載させていただきました。

投資家の注意事項

- 要求の羅列ではなく、対話の為にシナリオ（仮説）を提示
- 資本側の論理・株主の要望を押し付けない
- 開示されていない情報を聞きだすのではなく、開示情報の裏にある考え方等を共有することが重要
- 対話を行うこと自体が目的となったり、対話を行う実力を伴わない場合、経営の貴重な時間を奪うことになる

本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません



**三菱UFJフィナンシャル・グループの資産運用会社協働で
MUFG AM サステナブルインベストメントとしてサステナブル投資を推進しています**

私たちは、世界経済をより良いものにしなが、社会への貢献とお客さまへのリターンの還元に寄与できると考え、サステナブル投資を通じた環境・社会課題の解決やサステナビリティの実現に向けて取り組んでいます。「私たちの投資、サステナブルな未来へ」の理念のもと高い専門性を発揮することで、サステナビリティ課題の解決に貢献してまいります。

アナリスト

個別企業の分析経験や
業界知見を有する専門人材

リサーチオフィサー

サステナビリティテーマに関する
リサーチの経験を有する専門人材



外部専門家

サステナブル投資やサステナビリティ
テーマに関する専門家による助言、
トレーニングを実施

MUFG AM サステナブルインベストメントでは、業界や個別企業の分析を行うアナリストとサステナビリティテーマに関する分析を行うリサーチオフィサーとが連携してスチュワードシップ活動を実施しています。リサーチオフィサーによるサステナビリティテーマを取り扱ったレポートや、サステナブル投資の基礎からグローバルに議論される最新のテーマを扱ったコラムも公開しています。

**MUFG AMサステナブルインベストメントの
ウェブサイトはこちら**
<https://www.tr.mufig.jp/mufgam-su/>



MUFG AM サステナブルインベストメント

三菱UFJ信託銀行

57.3兆円※2

**三菱UFJ
アセットマネジメント**

37.5兆円※2

**三菱UFJ
不動産投資顧問**

970億円※2

**三菱UFJオルタナティブ
インベストメンツ**

5,470億円※2

**Mitsubishi UFJ Asset
Management(UK)**

1.4兆円※2

※1 MUFG アセットマネジメントは、MUFGグループのアセットマネジメント会社である三菱UFJ信託銀行株式会社、三菱UFJアセットマネジメント株式会社、三菱UFJ不動産投資顧問株式会社、Mitsubishi UFJ Asset Management (UK) Ltd.、三菱UFJオルタナティブインベストメンツ株式会社から形成されるブランド名です

※2 2024年3月時点



執筆者紹介

MUFG AMサステナブルインベストメント
シニアリサーチオフィサー
領家 広晴
担当テーマ
人的資本

1989年より資本市場に参加。国内株式アナリスト、外国株式FMを経て、国内株式FM（アクティブ）として、年金等長期資金の資産運用業務に従事。

ガバナンスコンサルティングのリーサー業務を経て、2019年12月から責任投資スペシャリストとして社内外に足元のESG課題について情報発信や、お客様向け勉強会に登壇、2023年4月より現職。

「わが国の経営者報酬制度高度化に向けた投資家からの提言」（証券アナリストジャーナル）

「なぜ投資家は社外取締役との対話を望むのか」（週刊金融財政事情）

「日本企業の人的資本経営実践に対する投資家の期待」（Disclosure&IR誌）

「人的資本とは何か～長期投資家の視点」（日本CHRO協会）等執筆

Human Capital Committee定例会（日経BP）、第29回 CHRO セミナー（日本CHRO協会）等登壇

ご留意事項

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、当社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に掲載している当社の見解につきましては資料作成時におけるものであり、経済環境の変化、相場の変動、年金制度もしくは税制等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。また、分析手法、モデル及びシミュレーション手法についても必ずしも完全なものではなく前提値に大きく左右される可能性があり、その内容も情報の提供時から予告なく変わる可能性がありますので、ご注意ください（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含まれます）。
- 当社はいかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ 信託銀行に属し、目的を問わず無断で引用または複製することを禁じております。



三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

〒105-7322

東京都港区東新橋1-9-1 東京汐留ビルディング

www.tr.mufg.jp/mufgam-su/

