

NO&T Capital Market Legal Update

キャピタルマーケットニュースレター

2022年1月 No.2

ESG 情報の法定開示に向けて – 人的資本を中心に

弁護士 宮下 優一

弁護士 金子 拓磨

はじめに

「企業は人なり」といった格言や「人財」といった言葉に代表されるように、企業にとって「人」がいかに重要かについては、従前より議論が絶えません。近年では、人的資本は、人事労務といった局所的な論点ではなく、経営全体や ESG/SDGs、サステナビリティに関するテーマとして再構成され、気候変動対応などとともにその重要性が議論されています。さらに足元では、2022年1月に岸田首相が施政方針演説において人的投資を含む非財務情報の開示ルールを同年中に策定すると表明するなど、法定開示という観点から注目が集まりはじめています。

本ニュースレターでは、有価証券報告書等の法定開示書類における人的資本に関する開示の議論の出発点と今後の方向性についてご紹介します。

人的資本とは

そもそも国内外で現在議論されている「人的資本」(human capital) とは何でしょうか。これは、人材を「消費」するニュアンスのある「人的資源」ではなく、企業価値の向上・価値創造の原動力であると位置づけた上で、人材に投じる資金を「投資」であるとする考えに基づくものですが、具体的に何が含まれるかは、議論を行っている団体によって異なっています。また、ESG/SDGs の観点を色濃く反映するトピックもあれば、そうでもないトピックも含まれますので、一概に「人的資本」といっても様々なものが含まれている点に注意が必要です。具体例として、以下の2つをご紹介します。

経済産業省・非財務情報の開示指針研究会の中間報告書で示されている開示項目の例 ¹	
育成	リーダーシップ
	育成
	スキル/経験
エンゲージメント	
流動性	採用
	維持
	サクセッション
ダイバーシティ	ダイバーシティ

国際標準化機構 (ISO) の人的資本の開示ガイドライン (ISO30414) の開示項目 ²
Compliance and ethics
Costs
Diversity
Leadership
Organizational culture
Organizational health, safety and well-being
Productivity
Recruitment, mobility and turnover

¹ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/hizaimu_joho/20211112_report.html

この報告書では、人的資本の開示の論点を「価値向上」の視点と「リスクマネジメント」の視点から整理していますが、このような2類型から説明することが唯一の整理ではないことに留意が必要です。

² ISO30414 には対外公表することが想定される項目と社内的に把握すべき項目の両方が含まれていることに留意が必要です。

	非差別	Skills and capabilities
	育児休暇	Succession planning
健康・安全	安全	Workforce availability
	身体的健康	
	精神的健康	
労働慣行	労働慣行	
	児童労働／強制労働	
	賃金の公正性	
	福利厚生	
	組合との関係	
コンプライアンス／倫理		

日本の動向

日本における人的資本に関する情報の法定開示化に関連する主な動向として以下のものがあります。

① 東証の新市場区分に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂

2022年4月に行われる東京証券取引所の新市場区分の見直しに併せて、コーポレートガバナンス・コードが改訂されました³。サステナビリティを巡る課題の取組みの一環として、改訂後のコードでは、人的資本への投資等について、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきであるとされています（補充原則 3-1③）。この原則は、プライム市場上場企業だけでなくスタンダード市場上場企業にも適用のあるものです。

② 金融庁・金融審議会ディスクロージャーワーキンググループ

現在進行中の金融審議会ディスクロージャーワーキンググループ（以下「ディスクロージャーWG」）⁴では、企業情報の開示の在り方について幅広く検討が行われる中で、サステナビリティに関する法定開示のうち、多様性確保や人的資本に関する開示についての議論も行われています。

③ 金融庁・記述情報の開示の好事例集

2021年12月に、金融庁からサステナビリティ情報に関する「記述情報の開示の好事例集 2021」が公表され、その中で、現行法のもとでの有価証券報告書における人的資本・多様性に関する好事例が紹介されています⁵。

④ 人材版伊藤レポート／人的資本経営の実現に向けた検討会

経済産業省の「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」が2020年9月に公表した報告書（人材版伊藤レポート）では、情報開示に限らず、人的資本の持続的な企業価値向上との関係を踏まえた人材戦略について述べられています⁶。また、2021年7月からは、経済産業省で「人的資本経営の実現に向けた検討会」が設置され、人的資本経営の実現に際して日本企業が抱える課題と対応の方向性などについて議論がなされています⁷。

³ <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/index.html>

コーポレートガバナンス・コードの改訂一般については、宮下優一・水越恭平「NO&T Finance Law Update 金融かわら版 No.64 『東証の新市場区分に向けたコーポレートガバナンスの高度化』」（2021年4月）もご参照ください。

⁴ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gjijiroku.html#disclosure_wg

⁵ <https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20211221.html>

⁶ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kigyo_kachi_kojo/20200930_report.html

⁷ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jinteki_shihon/index.html

⑤ 非財務情報の開示指針研究会

経済産業省の「非財務情報の開示指針研究会」では、非財務情報の利用者との質の高い対話に繋がる開示や開示媒体の在り方について検討が行われ、2021年11月に中間報告が公表されました⁸。この中間報告では、人的資本について、各開示項目が持つ特徴を念頭に置いた情報開示を行うことの重要性や、人材戦略がどのように企業価値の創造に寄与するのかを明らかにすることの重要性、KPIの開示に関する留意点などが示されています。

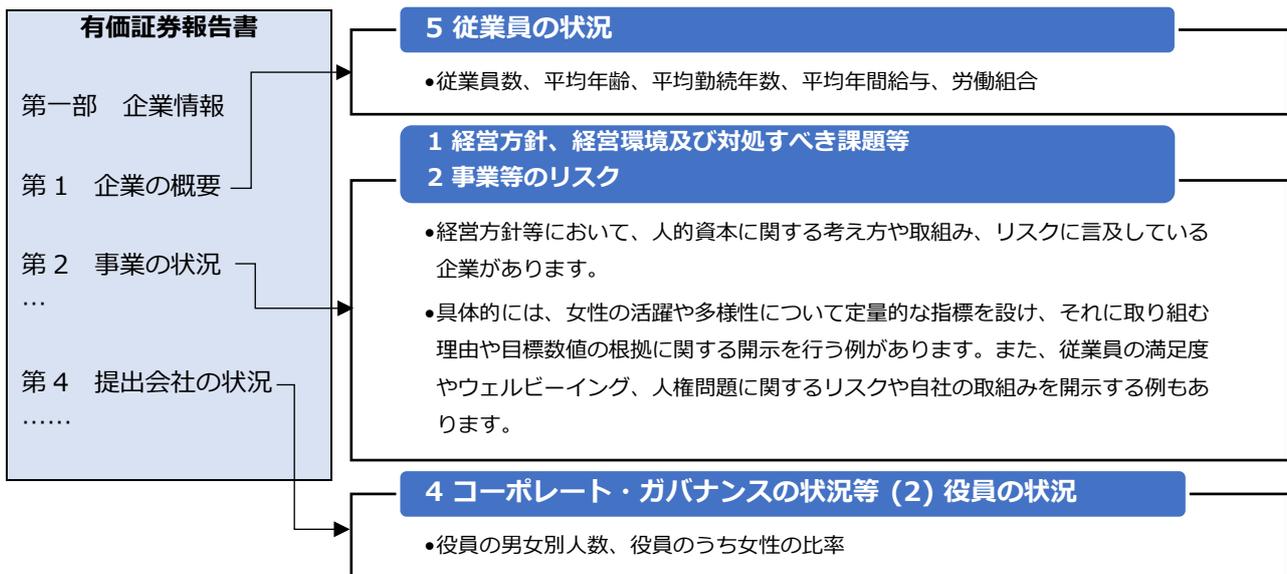
⑥ JPX ESG Knowledge Hub

上場会社による ESG 情報開示の実践に有益となるコンテンツを提供している、株式会社日本取引所グループのプラットフォームです⁹。なお、当事務所は ESG Knowledge Hub サポーターになっています。

現状の人的資本の法定開示制度

人的資本に関するいくつかの情報は、現状の制度においても、有価証券報告書等において法定開示事項になっています¹⁰。人的資本に関する有価証券報告書の主な開示事項や傾向は、次のとおりです。現状の開示項目は人的資本という観点からは有機的・一体性のある建付になっているとは言いがたいところ、前述の最近の動向を受けて、経営方針、経営環境及び対処すべき課題等の項目や事業等のリスクの項目において、任意の記述も含めて開示を充実させる企業が徐々に増えてきている点が特徴です。

<有価証券報告書における人的資本に関する開示¹¹>



出典：第3回ディスクロージャーWG 事務局説明資料を参考に当職らにて作成

今後の人的資本の法定開示の方向性

① 法定開示事項の拡充の議論

現在進行中のディスクロージャーWGでは、比較可能性等の観点から、女性管理職比率等の人的資本に関する情

⁸ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/hizaimu_joho/index.html

⁹ <https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esgknowledgehub/index.html>

¹⁰ 金融商品取引法に基づく法定開示以外にも、人的資本に関する情報の公表制度として、女性活躍推進法や育児・介護休業法に基づく公表制度があり、女性管理職比率や育児休業取得率などの項目のうち事業主が選択する一定の項目について公表が義務付けられています。

¹¹ 財務諸表における開示事項は割愛しています。

報開示を拡充する議論がなされています¹²。有価証券報告書等の法定開示として具体的にどのようなものが求められるかについては今後の動向に留意が必要ですが、法定開示を貫く考え方である投資家の投資判断上の重要性とライアビリティリスクの観点からは、例えば以下の観点を意識することが有用と思われる。

- **何の項目を開示するか**

これから有価証券報告書等での人的資本の開示の充実を検討する企業においては、何が投資家の投資判断や企業価値に重要な影響を与えるのかを分析した上で、開示する項目を決めることが必要となります。何が投資家の投資判断や企業価値に重要な影響を与えるのかは業種や各社の状況により異なるため、「人的資本」として語られることの多い項目を闇雲に開示すればよいわけではありません。

- **開示する項目の位置づけの説明の重要性**

人的資本には、それがソーシャル（S）の観点から重要であることは分かりやすいものの、なぜ企業価値・投資家の投資判断にとって重要なかが性質上分かりにくいものが含まれています。例えば、人権に関する開示を行うにしても、それが自社のビジネスとの関係でどのような影響があるのかを具体的に説明することが必要です。また、KPIを開示する際も、KPIを淡々といくつか並べて開示するにとどまり、経営戦略との関係性など、それを補完する文脈を開示しなければ、投資判断上の有用性が十分なものとはならない可能性があります。実際に、ディスクロージャーWGにおいても、単に現況を開示するだけでなく、改善に向けて取り組む方向性・方針、なぜそれに取り組むのかの理由や、具体的な目標設定があれば、なぜその目標設定なのか、説明を加えながら開示することが重要であるという意見も出ています。また、「記述情報の開示の好事例集 2021」においても、投資家・アナリストが期待する主な開示ポイントとして同様の指摘がなされています。

- **開示する文言の精査**

人的資本は、これまでは会社の人事労務の観点での内部的な議論を主な用途として把握されていた情報も含まれるが故に、会社独自の指標も多く存在するため、外部から見た際にそれが何を意味するのかが分かりにくいものも存在します。そのため、社内で当然のように用いられている指標や用語が、外部者である投資家にとって分かりやすいものであるかのチェックを慎重に行う必要があります。また、一般に馴染みのある用語であっても精査が必要であり、例えば女性の「管理職比率」と一口に言っても、「管理職」の意味は社内の組織体制に紐付いたものであり、その定義や位置づけの説明がなければ外部からは理解が難しくなるおそれもあります。

- **開示作成の体制**

以上を実践するためには、まずもって「人的資本の開示に投資サイドからの注目が集まっていること」を全社的に認知することが必要となります。そして、開示の作成に当たっては、会社の全体が見えている経営陣の十分な関与が望まれます。また、IR・経営企画・財務・経理・法務・サステナビリティ/ESG/SDGs・人事労務といった様々な社内部門の連携も重要となります。連携がうまくいかないと、例えば、人的資本についてアグレッシブな経営戦略等の記述を行いつつも、その反面としてのリスクの記述が行われていないといったバランスに欠ける開示書類となる可能性があり、ひいては金融商品取引法上の法的責任につながるおそれもあります。さらに、投資家のための法定開示書類であることを踏まえると、外部の弁護士による客観性や合理性の確認のためのレビューも有用と思われる。

② 専用の記載欄を設ける議論

ディスクロージャーWGでは、人的資本を含むサステナビリティに関する情報開示について、投資判断に必要な情報を提供する観点から、核となる情報を有価証券報告書に記載することができるよう、サステナビリティ情報の

¹² ディスクロージャーWGでは、「人的資本」という概念のほか、「多様性確保」という概念を用いた議論がなされています。前述のとおり、「人的資本」に具体的に何が含まれるかは一概には言えず、互いに排他的な概念ではないと考えられます。

記載欄を設けることについての議論がなされています。

現状、ディスクロージャーWGとしての統一的な見解や提言は公表されていない状況ですが、そもそもそうした記載欄を設けるか、記載欄を設ける場合の開示項目をどうするか、現状各企業が試行錯誤のうえサステナビリティ情報を記載している経営方針等や事業等のリスクの項目との関係（相互参照可能性等）をどうするか、などの観点から検討がなされています。

有価証券報告書等のフォーマットが変更される場合には、内容もさることながら、開示作業に当たっての関係部署での作業分担や実務連携にも大きな影響が出ることが想定されるため、方向性の提示が待たれます。

2022年1月24日

【ESG 情報開示に関するバックナンバー】

- 宮下優一「[NO&T Finance Law Update 金融かわら版 No.77『ESG情報の法定開示に向けて－気候変動を中心に』](#)」（2021年10月）
- 本田圭・宮下優一・福原あゆみ「[Series ESG/SDGs 対談『日本企業のESG/SDGsへの取り組みとこれからについて』](#)」
- 宮下優一・水越恭平「[NO&T Finance Law Update 金融かわら版 No.69『日本の社会的課題を踏まえたソーシャルボンドガイドラインの策定』](#)」（2021年7月）
- 宮下優一・水越恭平「[NO&T Finance Law Update 金融かわら版 No.64『東証の新市場区分に向けたコーポレートガバナンスの高度化』](#)」（2021年4月）

[執筆者]

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

ESG・SDGs 開示を含む企業情報開示のほか、国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、ブロックトレード、第三者割当増資、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）等、大手証券会社での勤務経験を活かし、キャピタル・マーケット案件や情報開示に関する助言を幅広く行う。また、金融規制法、M&A、コーポレートガバナンスその他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト（CMA）

The Best Lawyers in Japan 2022 - Capital Markets Law 受賞

Rising Star Partner, IFLR1000 31st edition - Capital markets Equity 部門及び同 Debt 部門 受賞

2007 年大阪大学法学部卒業。2009 年京都大学法科大学院修了。2010 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。

2016 年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016 年～2017 年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

**金子 拓磨**（弁護士）

takuma_kaneko@noandt.com

国内外の資本市場における株式・社債その他証券の発行をはじめとするキャピタル・マーケット案件を取り扱うとともに、バンキング、買収ファイナンス分野を中心に企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2016 年東京大学法学部卒業。2017 年東京大学法科大学院（司法試験合格により）退学。2018 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的な情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

【関連セミナーのご案内】

NO&T ADVANCE 企業法セミナー

「日本企業による SPAC を用いた米国上場及び日本版 SPAC の展望」



■日時：

2021年11月29日からオンデマンド配信中

■セミナー概要：

近年米国で活況を呈する SPAC（Special Purpose Acquisition Company）は、日本企業においても様々な活用方法が期待できる一方、法令違反による処罰や訴訟の発生、当局による監視強化等、SPAC を取り巻く環境はめまぐるしく変化しており、前提となる仕組み及び規制を正しく理解した上で最適な関与方法を選択することが重要です。本セミナーでは、第 1 部で米国における SPAC の概要及び直近の状況について俯瞰した上で、日本企業が SPAC を用いて米国での上場を検討する場合の実務上の留意点について解説するとともに、第 2 部では、日本版 SPAC の可能性と解禁に向けた法令及び上場制度上の課題の検討を行います。

■講師：

第 1 部 米国編

「米国 SPAC の動向及び米国 SPAC を用いた日本企業による米国での上場の実務上の留意点」

大久保涼、達本麻佑子、長谷川紘（長島・大野・常松法律事務所 ニューヨーク・オフィス 弁護士）

第 2 部 日本編

「日本における SPAC 上場の可能性と解禁に向けた検討」

木村聡輔、斉藤元樹、宮下優一（長島・大野・常松法律事務所 弁護士）

■視聴方法（受講料：無料）：

詳細につきましては、以下のリンク先をご覧ください。

<https://www.noandt.com/seminars/seminar20211129/>

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、500名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Capital Market Legal Update ~キャピタルマーケットニュースレター~の配信登録を希望される場合には、
<https://www.noandt.com/newsletters/nl_capitalmarket/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<nl-capitalmarket@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませようお願いいたします。