

人的資本の活用に向けて

人的資本経営の重要性と当社の取組み

近年、企業価値における非財務資本の重要性が飛躍的に高まっており、企業の競争力の源泉も従来型の機械設備等ではなく無形資産に移っています。特にIT産業の拡大やAIやロボットによる第4次産業革命の進展によって商品サイクルの短期化や多様なサービスの提供が行われる中では、従来の延長線上にはないイノベーションや革新的なビジネスモデルの重要性が一段と増しています。

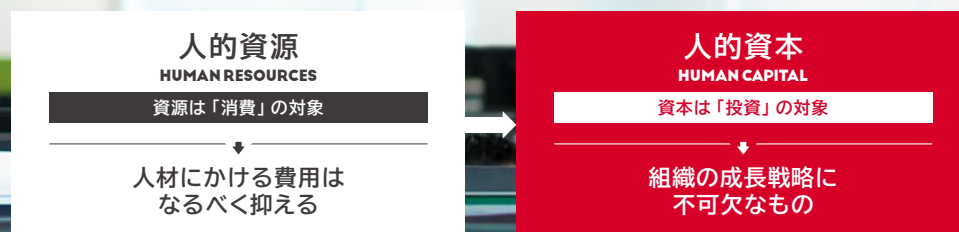
また、労働市場も大きく変化しています。構造的な労働力人口の減少に伴い人手不足が深刻化する中、2025年の春闘では平均賃上げ率が34年ぶりの伸びを記録しました。他方、個人のライフスタイル・価値観の多様化や働き方改革などを背景に、かつての単一的・同質的な働き方から多様で柔軟な働き方へ移行することが人材確保や生産性に関わる重要なテーマになっています。このように環境変化が大きくかつ複雑化する中で企業が継続的に成長していくには、グローバル成長をけん引できる経営人材やイノベーション創出をリードする人材の育成・確保に加え、ビジネスモデルの変化に対応した従業員の再配置・再教育、柔軟な人事制度など、経営戦略に合わせた大幅な人材戦略の見直しが必要です。企業価値の源泉が人材によって生み出される無形資産に移っていくなか、人材を人的資源(=原価管理の対象)ではなく人的資本(=投資対象)と捉えて人材に投資することで企業価値を高める人的資本経営に取り組むことが、長期目線では事業のサステナビリティの担保、短期目線では事業戦略の実現に結び付き、企業価値向上につながると考えています **図1**。

このような企業の人的資本情報への関心の高まりを受け、国際会計基準の策定を担う

IFRS財団傘下の国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)は2024年4月、「気候変動」に続くサステナビリティ情報の開示基準のテーマの一つに「人的資本」を選定しました。また、国際標準化機構(ISO)が2018年に公表した人的資本開示のガイドラインISO30414は内容を拡充するための改訂作業が進められており、2025年前半の公開が予定されています。日本では2023年3月期の有価証券報告書から人的資本情報の開示が義務化され多くの企業が2年目の開示を行う中、実績のみならず目標値の開示も増えてきました。今後、開示基準のガイドライン整備とともに人的資本情報の開示が一段と進むなか、開示の信頼性や有用性、比較可能性が高まっていくことが期待されます。

野村アセットマネジメントでは、運用における責任投資の基本方針の「望ましい経営のあり方」のなかで特に重要と考える課題の一つに「多様な価値観を持つ人的資本」を取り上げ、投資先企業とのエンゲージメントの重点領域と位置付けています。企業が自社の人的資本の価値を伸ばし、最大限に引き出す戦略を持ち、従業員のスキルアップや適材適所の人材配置を行うことは、収益拡大や生産性向上につながります。また、多様性・公平性・包摂性・帰属意識を高める人事制度の整備や企業風土を形成することも、従業員のエンゲージメント向上やイノベーションの促進、多様な視点からのリスク管理を通じてレジリエンス強化をもたらします。このような観点から、人的資本経営に積極的に取り組む企業は企業価値を向上させることができると考えられ、当社では投資先企業とのエンゲージメント活動に取り組んでいます。

図1 人的資源、人的資本の違い



出所: 各種資料を参考に野村アセットマネジメント作成

人的資本の活用に向けて

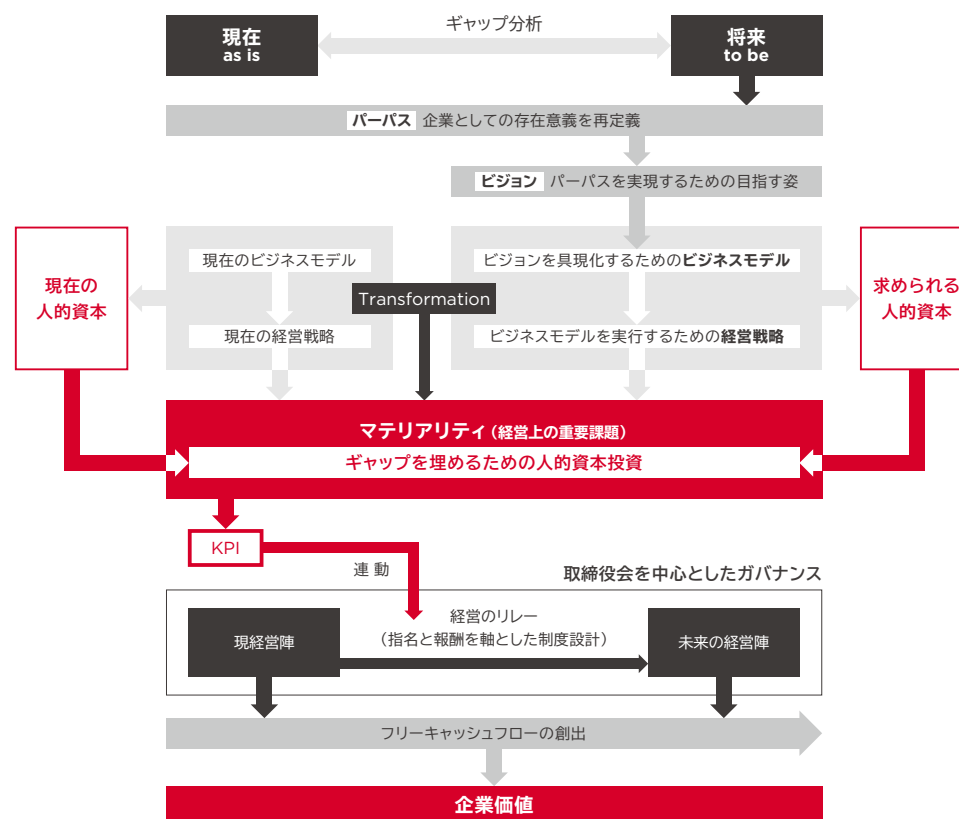
野村アセットマネジメントが考える人的資本経営のあり方とは

日本企業の人的資本経営が企業価値向上につながるようにするためには、まず人的資本を生かすための前提である仕組みや考え方を先に整理する必要があります。当社の考え方は以下の通りです **図2**。「企業価値」は、ファイナンス理論的には「将来キャッシュフローの現在価値」と定義されます。その将来キャッシュフローは、現経営陣のみならず将来の経営陣も加わった「経営のリレー」によって生み出されます。この経営のリレーを可能にするのが、未来志向の「指名」と「報酬」を軸とした制度設計であり、「取締役会を中心としたガバナンス」に必要不可欠な要素です。その制度設計にきちんと「マテリアリティ(経営上の重要課題)」に基づく「KPI」を連動させることで、「執行」と「監督」という経営上の車の両輪が機能します。各社のマテリアリティは、その企業の「経営戦略」とその基となる「ビジネスモデル」によって決まります。しかしながら、足元では企業を取り巻く環境変化が大きく不確実性も高まっており、将来のキャッシュフローを生み出す「経営戦略」や「ビジネスモデル」も将来の事業環境等を踏まえた変化を迫られています。このため、「現在の経営戦略およびビジネスモデル」を、「将来のキャッシュフローを生み出すための経営戦略およびビジネスモデル」に刷新していく必要があります。そこで必要となるのが、「Transformation(変革)」です。「経営戦略」も「ビジネスモデル」も、それを実行に移すことができる人材がいて初めて成り立ちます。どんなに立派な経営戦略も、実行に移せなければ「画に描いた餅」であり、「将来のキャッシュフローを生み出すための経営戦略およびビジネスモデル」を実行に移せる人的資本が十分社内にあるのか検証し、ない場合は足りない人的資本を補充する必要があります。人的資本経営は、まさにこのTransformationが鍵を握ります。

現在のビジネスモデルや経営戦略が将来のあるべきビジネスモデルや経営戦略と異なるのと同じように、それぞれを支える人的資本も異なります。このギャップを認識して初めて、必要な人的資本投資やその経営が成立します。つまり **図2** で示されるフレームワークを構築することなしには、企業の人的資本経営は成り立たないということです。最終的には、「As-Is/To-Be」分析による現在と将来のギャップ分析を通して、企業としての存在意義である「パーパス」やパーパスを実現するための目指す姿としての「ビジョン」の再

定義につなげる必要があります。企業価値を生み出していくための、これら一連のフレームワークなくして企業のESGへの取組みも、人的資本経営も生きてはきません。当社は常にこのような視点を持って企業とのエンゲージメントに臨んでおり、このフレームワーク上にある各項目との連動性を確認することで企業の実態把握に努めています。

図2 企業価値向上につなげるためのフレームワークと人的資本投資の位置付け



出所:野村アセットマネジメント作成

人的資本の活用に向けて

人的資本に関する対話に向けて

当社は、対話を通じて投資先企業の価値向上につなげ、日本市場全体の底上げを図っていきたいと考えており、人的資本に関する投資先企業とのエンゲージメント活動に注力しています。人的資本に関する情報開示は始まったばかりですが、非財務情報の開示においては、ISSBが2023年6月に公表したサステナビリティ関連財務情報開示(S1)、気候関連開示(S2)の2つの基準がいずれも「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」というTCFD、TNFDと同様の枠組みでの開示を求めています。また、サステナビリティ関連情報の国内開示基準を作るサステナビリティ基準委員会(SSBJ)が2025年3月に公表した日本版サステナビリティ開示基準も同様です。今後、人的資本情報の開示においてもこの枠組みがスタンダードとして認識されと考えられ、この4つの要素を意識した社内体制の整備が求められます。

以上を踏まえ、人的資本の「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」に関して当

社が投資家として期待する投資先企業の対応と情報開示を **図3** にまとめました。例えば、「ガバナンス」では、取締役会による人的資本戦略の監督や関与状況、人的資本に関する経営者の役割の明確化と役員報酬への連動、取締役会による人的資本に関する検討が戦略的意思決定に与える影響の説明を確認することで、取締役会による人的資本に関するコミットメント強化を期待します。もっとも、日本企業の大部分はこれから本格的に人的資本経営に取り組む段階と考えられ、全ての項目を一度に満たすことは困難と考えられます。このため、人的資本に関する対話を開始⇒投資先企業が自社の人的資本や人材戦略を整理して開示⇒当社が対話においてフィードバック実施⇒投資先企業が人材戦略の見直しや人的資本投資の実行⇒当社が企業価値評価への反映(可視化)を行い、フィードバックを実施(以下、繰り返し)という「フィードバックループ」を通じて、投資先企業の人的資本経営の高度化を図っていきたいと考えています。 **図4**

図3 人的資本に関するエンゲージメント・フレームワーク

ガバナンスと経営	ビジネスモデルと戦略	リスク管理	指標と目標
投資家の期待 取締役によるコミットメント強化（人的資本に関する検討や評価、モニタリング）	投資家の期待 - 人的資本とビジネスモデルの関係性の明確化 - 戦略的資本としての人材と、必要な人的資本投資の実行 - 人的資本の価値最大化	投資家の期待 人的資本に起因するリスクと機会の明確化と企業の対応	投資家の期待 企業価値に影響を与える人的資本情報と目標値の管理
企業に求められる対応と情報開示 - 取締役会による人的資本の監督や関与状況の開示 - 人的資本に関する経営者の役割の明確化と役員報酬への連動 - 取締役会による人的資本に関する検討が、戦略的意思決定に与える影響の説明	企業に求められる対応と情報開示 - 企業の人的資本の範囲の特定や明確化 - 戦略的人的資本投資の手法と実行に関する説明 - 人的資本による価値創造プロセスの説明 - ビジネスモデルや企業戦略における人的資本の説明 - 人的資本に関するリスクと機会が企業経営に与える影響の説明	企業に求められる対応と情報開示 - 人的資本に関するリスクと機会の特定や評価、管理するためのプロセスの説明 - 最も影響が大きい人的資本に関するリスクと機会の説明	企業に求められる対応と情報開示 以下のような指標と目標の管理および開示 - 望ましい企業文化定着のための指標と目標 - 従業員エンゲージメント指標と目標 - インセンティブ設計や研修・能力開発、昇進に関する指標と目標 - その他ダイバーシティなど企業価値向上に必要な指標と目標

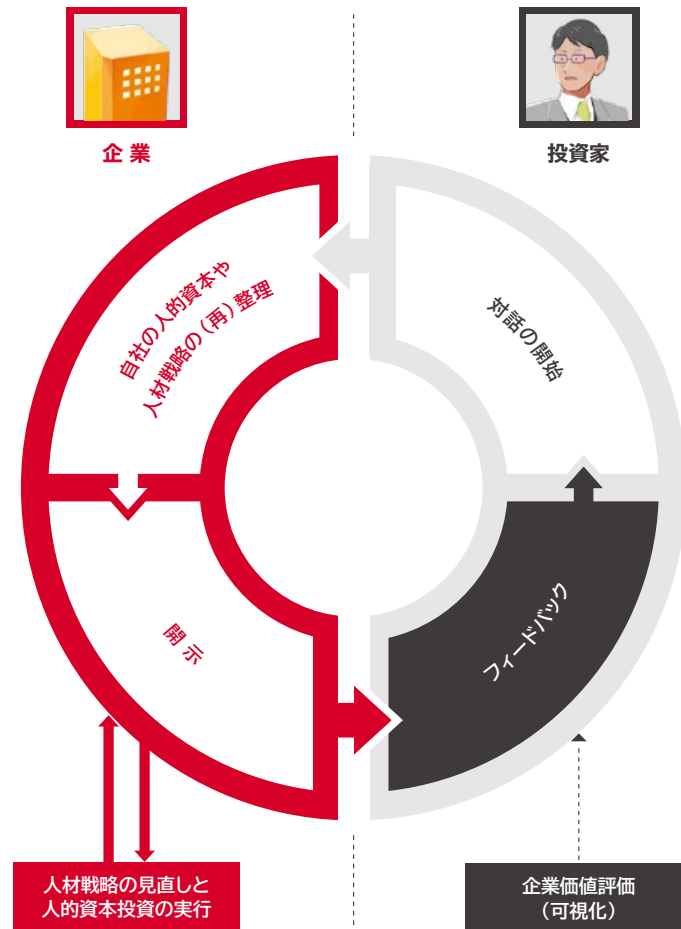
出所：野村アセットマネジメント作成

人的資本の活用に向けて

.....

人的資本に関する対話に向けて

図4 人的資本に関する対話のフィードバックループ



出所:野村アセットマネジメント作成

エンゲージメントの事例 日本株式

対象企業

銀行業

重点テーマ

事業戦略とサステナビリティの統合、
ウェル・ビーイングな社会の実現に向けた課題解決



地域の課題と
発展を踏まえて
自社のあるべき姿を
示すこと

期間

17か月
2023年2月から
2024年7月

面談者

専務、執行役員、
IR担当者

エンゲージメントの概要

当該企業は地域金融機関であるため、自社が成長するためには地域の発展が不可欠ですが、地域の将来像や課題、その解決に必要な人材戦略が十分に示されていないと判断し、エンゲージメントを行いました。

会社の反応

大きな方向性や課題感は共有されたものの、当初は具体的な開示には至りませんでした。

エンゲージメントの成果と今後の方針

継続的に対話したところ、当該企業は長期ビジョン達成に向けた優先課題を明確化したうえで、人材戦略を含めた新たな中期経営計画を示しました。今後は中期経営計画の達成に向けてモニタリングを進めていく予定です。

人権問題への取組み

世界各国で人権に関する法規制が強化される中、人権問題は投資活動にとって欠くことのできない要素となっています。欧州連合(EU)では2024年7月に大企業に環境・人権デューデリジェンスを義務付ける「企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令案(CSDDD)」が発効し、人権リスクが高い企業はサプライチェーンから外される可能性も出てきました。また、2024年8月には企業に対し人権侵害などのリスクがあるAIの活用を制限する「欧州AI規制法」が発効するなど、新しい人権分野への対応も求められています。日本では2022年に経産省が企業向けに人権尊重のためのガイドラインを策定したほか、2023年には政府が公共入札で人権に配慮した企業を優遇する方針も示しました。また、2024年6月には人権上の問題が指摘される外国人労働者の技能実習制度に代わり、新たに育成就労制度を設ける改正出入国管理法が可決されたほか、2025年4月からは、東京都で企業に顧客による迷惑行為を防ぐ対応を求めるカスタマーハラスメント防止条例が施行される予定で、企業に人権尊重の取組みを求める流れはますます強まっていくと考えられます。

企業の事業活動では、物資や商品・サービスを調達・生産・運搬して利用者や最終消費者に提供します。そのバリューチェーンの中にはさまざまな人権リスクが潜んでいますが、特に国境を越えると、各国の経済力や法制度・慣習の違いが現場で働く人々に影響を与え、表からは見えにくい人権問題が発生する可能性があります。こうした人権問題が一度発生すると、企業を取り巻くコミュニティー、従業員や取引先、顧客からの信頼を失い、ストライキや人材流出などを招くオペレーショナルリスク、社会における企業イメージの悪化やSNSでの炎上、不買運動などの評判リスク、株価下落リスク、訴訟・行政罰による法務リスクなど様々なリスクにつながりかねません。また、仮にこうした人権問題が長期化すると、解決のために大きなコスト(評判回復のための費用や時間)を支払わざるを得なくなり、企業価値への影

響も大きくなります。野村アセットマネジメントでは、投資先の企業にそのような人権問題に対する意識を高め、積極的な取組みを進めてもらうことで、お預かりする資産を人権問題にまつわるリスクから守ることができると考えます。

当社を含めた野村グループでは「野村グループ行動規範」で人権の尊重を定めているほか、2015年に国連グローバルコンパクトにも署名し、事業会社として人権の尊重にコミットしています。また、2023年5月に「野村グループ人権方針」を定め、世界人権宣言やOECD多国籍企業行動指針、ILO国際労働基準、国連「ビジネスと人権に関する指導原則」を尊重しています。

野村アセットマネジメントにおいては、ESGステートメントの中で人権課題を重要課題として位置付け、機関投資家として投資先企業の人権尊重に向けた取組みを推進しています。2024年には、経産省と国際労働機関(ILO)による「移行のための技能開発と責任ある企業行動プロジェクト」の機関投資家向け人権啓発資料作成ワーキング・グループに参加し、ビジネスと人権の観点から「責任ある企業行動」を促す投資環境とは何かを紹介する冊子※の作成に協力しました。

当社は、投資先企業の人権リスクのマネジメント体制を評価し、これをエンゲージメントやESGインテグレーションにおいて活用することで、グローバルに投資活動を行う責任ある投資家としてその役割を果たしています。



※機関投資家向け『ビジネスと人権』ガイド
投資行動で人権尊重に取り組むための What, Why, How
<https://www.ilo.org/ja/node/654681>



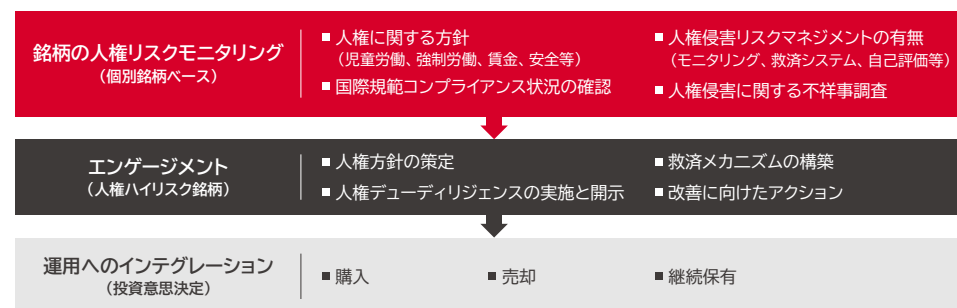
人権問題への取り組み

野村アセットマネジメントの人権問題リスク管理のプロセス

ネガティブ・スクリーニングの実施

当社は、投資対象ユニバース企業の人権リスクの継続的なモニタリングにより、運用ポートフォリオレベルにおける人権侵害のリスク低減を目指しています【表1】。まず、投資ユニバース企業に対しESG調査機関のデータを参考に、世界人権宣言やOECD多国籍企業行動指針、ILO国際労働基準、国連「ビジネスと人権に関する指導原則」などの国際規範に対する違反の有無をスクリーニングします。その結果、違反がある企業に対してはエンゲージメントを行い、それでも改善の見込みがない場合は議決権行使への反映や投資除外などエスカレーションの対象となります。

【表1】 人権リスク管理のプロセス



投資ユニバース企業に対する人権デューディリジェンスとその結果(日本企業)

ESGスペシャリストは、投資ユニバース企業の潜在的な人権リスクレベルを把握するために、企業の開示情報やNGOのレポート、メディア情報等を基に、人権デューディリジェンスを行います。

具体的な方法は、以下の通りです。サプライチェーンが複雑になってきているセクターや生産地や原材料調達地点において歴史的に人権リスクが高いプロダクトを生産するセクターを人権ハイレスクセクター【表2】と位置付け、このセクターに属する企業の人権マネジメント体制について重点的に調査します。評価の項目は、**(1)人権方針**(①国際的な規範に準拠した人権方針があるか、②人権方針の適用範囲にサプライチェーンを含むか)、**(2)人権デューディリジェンス**(③人権リスクとその影響を特定したうえで評価しているか、④評価結果を受けて是正に向けたアクションを取っているか、⑤人権デューディリジェンスの内容・結果の開示の有無)、**(3)救済メカニズム**(⑥労働者のための救済メカニズムの有無、⑦外部の個人・コミュニティのための救済メカニズムの有無)の3項目7点です。

2024年は世界的に企業の人権リスクマネジメント体制の実効性を問う流れが一段と強まっていることを受け、当社では特に人権デューディリジェンスの「内容」に注目しました。また国内ではカスタマーハラスメントが社会課題として注目されるなか、調査対象に大規模小売企業を追加しました。その結果【表3】、調査対象となった日本企業の大半は国際的な規範に準拠した人権方針を策定済み、かつその適用範囲にサプライチェーンも含んでいること、また労働者のための救済メカニズムが整備されていることが確認できました。また、人権デューディリジェンスの内容・結果を開示している企業は約7割に上ったほか、人権リスク評価や評価結果を受けたアクションを取っている企業は5割強と前年の5割弱から増加しました。他方、外部の個人・コミュニティのための救済メカニズムを整備している企業は5割程度にとどまっており、さらなる改善が期待されます。

当社は、取り組みが遅れている企業に対しては、人権リスクマネジメント体制構築のために積極的なエンゲージメントを実施していきます。

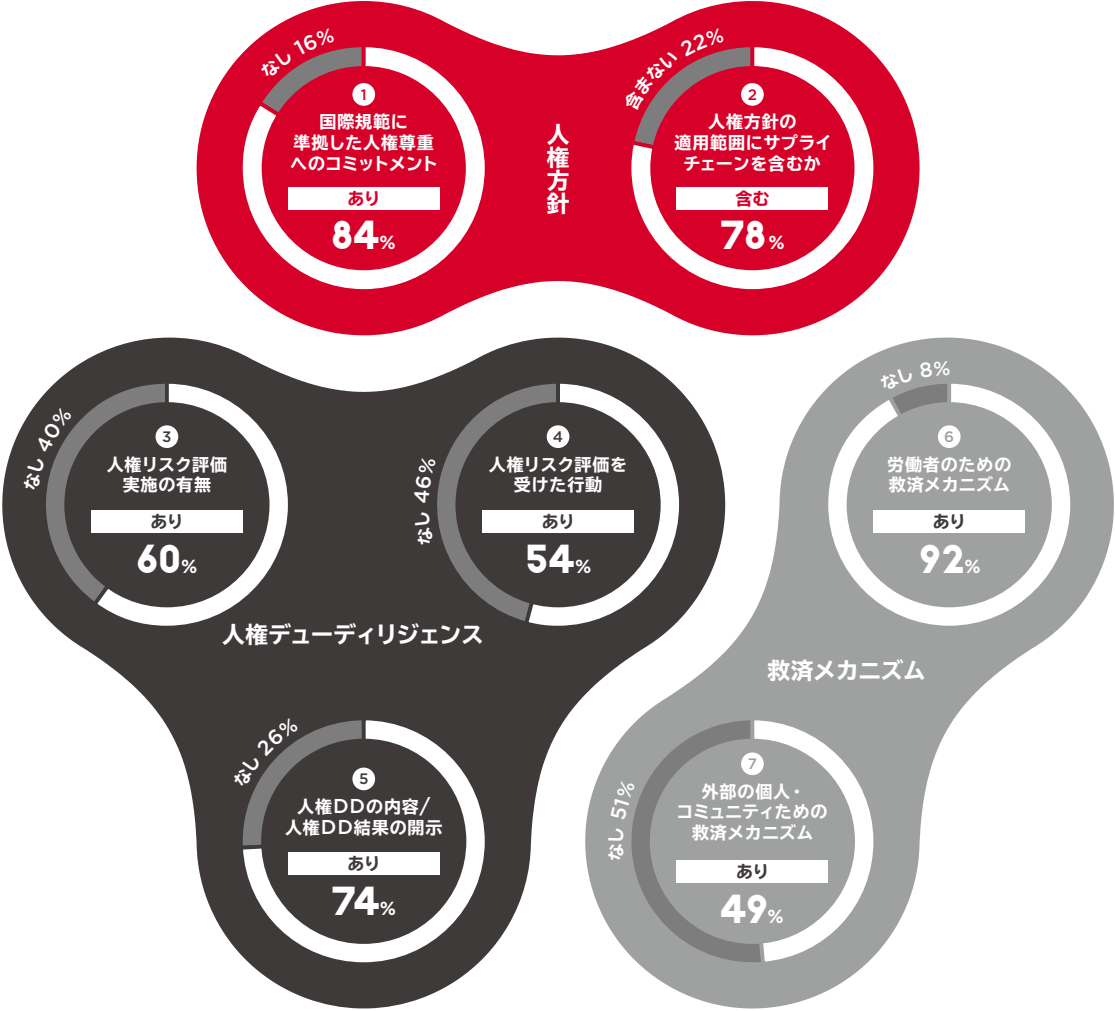
人権問題への取組み

野村アセットマネジメントの人権問題リスク管理のプロセス

表2 人権ハイリスクセクター

 食品・農産物	主な業種・製品 食品 日用品 食品小売
 自動車	主な業種・製品 完成車 自動車部品 タイヤ
 ICT	主な業種・製品 電気製品 電子部品 半導体製造装置
 アパレル	主な業種・製品 繊維製品 シューズ 衣料小売
 資源関連	主な業種・製品 鉱業・石油 鉄鋼 商社

表3 日本株式に対する人権デューディリジェンスとその結果



人権問題への取り組み

▶ 野村アセットマネジメントの人権問題リスク管理のプロセス

人権エンゲージメントとインテグレーション

投資ユニバース企業の人権デューディリジェンスの結果、人権リスクが高いと判定された企業を投資対象として保有する場合は、エンゲージメントを進めることになります。まず、担当の企業アナリスト、ESGスペシャリストが参加し、リスクの要因（マネジメント体制の未整備や情報開示の不足など）について企業と議論し、改善のためのアクションプランを策定します。それから、人権ハイリスク銘柄と認定したものの問題解決への取り組みを継続している企業については、定期的なエンゲージメントを通じてその進捗状況の確認を行います。その後、一定

期間のエンゲージメントを経て改善の見通しが立った銘柄は、人権ハイリスク銘柄の認定を解除し、投資対象ユニバース企業として通常のモニタリングを行います。

当社はこのようなポートフォリオレベルでの人権リスク管理を繰り返すことで、投資対象の企業が抱える人権リスクを深く理解して企業の投資判断に反映することが可能となり、人権リスクに関するESGインテグレーションの高度化を進められると考えています。

▶ 人権マネジメント体制に求めること

国内外の投資先を問わず、人権問題はエンゲージメントの重要なテーマであり、投資先企業の人権問題について対話し問題の改善を促すことは、私たち運用会社が果たすべき責任の一つであると認識しています。近年は、企業活動においても人権リスク評価の実施が一般的に求められるようになってきました。人権リスク管理プロセスを整備している企業は、既存顧客との取引に加えて新規の顧客企業との取引においても人権リスクを低減できるほか、提供する製品やサービスへの評価向上によってビジネスチャンスの拡大が見込めます。

2021年に国連は、人権に関するさまざまな国際ルール・方針のよりどころである国連「ビジネスと人権に関する指導原則」の採択から10年を経て、「UNGP 10+ ビジネスと人権の次の10年のためのロードマップ」を公表しました。ここでは、人権尊重にコミットし、人権デューディリジェンスを実施する企業が大きく増えたことを評価する一方で、実効的な人権デューディリジェンスができていない企業は一部にとどまっていることや、人権尊重の責任が取締役会レベルまで高められていないなどの課題も指摘しています。

また、グローバル企業の人権対応の評価を行っている企業人権ベンチマーク（CHRB：Corporate Human Rights Benchmark）は、2024年11月に2018年からの5年間の評価結果をまとめたレポート「The state of play on business and human rights」を公表

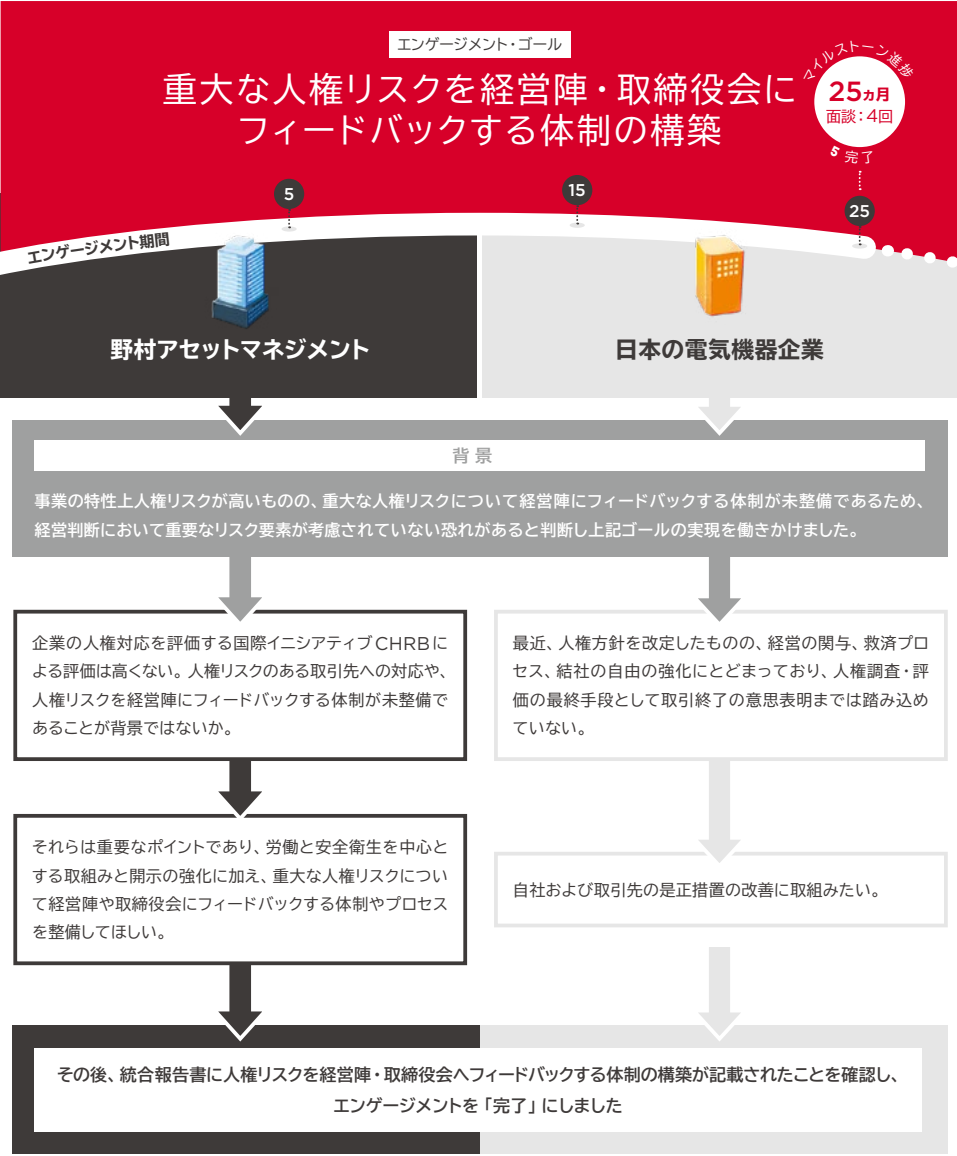
しました。この5年間の振り返りとして、人権尊重を業務執行に組み込む動きが加速したものの、依然として具体的なアクションが不足していること、救済メカニズムの実効性向上や「責任ある購買行動」が進んでいないことを指摘しています。

人権問題はマネジメント体制を確立すればある程度のリスク管理は可能ですが、その性質からリスクをゼロにすることはできません。複雑なサプライチェーンを有する産業や企業、政治情勢や人権に関する政策が不安定な地域での操業は、企業に予想しないリスクをもたらす可能性もあります。当社が投資先企業に求めることは、まず実効的な人権マネジメント体制の整備です。その中でリスク評価を行い、重要度の高いリスクが何かを把握し、優先順位をつけてアクションを起こしていくことが重要です。実効的なマネジメント体制の構築には時間を要するため、PDCAサイクルを回して毎年改善を積み重ねて、一歩ずつ進んでいくことが求められます。

人権侵害は格差拡大や社会の分断等を通じて、持続可能な経済活動の基盤を揺るがし、長期的な投資リターンに影響を及ぼす深刻かつ重大なリスクです。当社は、人権侵害を引き起こす構造を理解し、投資先企業とともにその是正に向けた解決法を考え、投資ポートフォリオの人権リスク低減を追求していきます。

人権問題への取組み

エンゲージメントの事例 日本株式



エンゲージメントの事例 外国株式



人権問題への取り組み

....

COLUMN

PRI Advanceにおける活動(アドバンス:人権・社会課題に関する協働イニシアティブ)

2022年12月にPRIの人権・社会課題に関する協働イニシアティブAdvanceが発足してから2年が経過しました。私たちはAdvisory Committeeメンバーとしてイニシアティブのフレームワーク構築に協力するとともに、日本の鉄鋼企業との協働エンゲージメントにおいて共同リードインベスターの役割を担っています。2024年は4月と12月に同社と対話を行い、同社の人権リスク管理の改善に向けて、サプライチェーンを含めた人権リスクの特定や情報開示の強化などを議論してきました。同社は2024年4月に人権方針を制定・公表し、同年10月に公表された統合報告書では、サプライチェーンにおける人権デューディリジェンスの仕組みの構築と実施について開示しており、人権尊重への取り組みの進展を確認しています。

私たちは、PRIのAdvance Teamにより主催されたSignatory Advisory Committee会議や金属・鉱業セクターのグループコール、各種勉強会にも積極的に参加することで、人権課題に関する具体的な知識や投資先企業の行動を確認する際のポイントなどを習得しました。

2024年11月に開催された金属・鉱業セクターのグループコールでは、弊社が共同リードインベスターとして主導的な役割を担ってきた日本の鉄鋼企業とのエンゲージメントにおける経験に関してプレゼンテーションを行うことで、協働イニシアティブに参加している他の投資家に対して、エンゲージメントの知見を共有しました。

2025年4月には同イニシアティブの成果に関して、初めてのプログレスレポートが発表される予定です。

