

人的資本を軸とした従業員株主化の一試案



一橋大学大学院経営管理研究科 教授

円谷 昭一

1. 人的資本とは何か

人的資本に関する論稿や書籍があふれているが、「人的資本」と聞いて何を思い浮かべるだろうか。リスクリング、働き方改革、ジョブ型雇用、労働生産性、ジェンダー平等、ウェルビーイング・・・などがすぐに挙がると思うが、人的資本という用語の定義についてはあいまいなまま、さまざまな関連用語が紙面を賑わせている。後段の内容と関連するため、本稿では敢えて用語の定義から筆を起こしたい。

〈目次〉

1. 人的資本とは何か
2. コーポレートガバナンス・コードと人的資本
3. 人的資本価値の帰属先
4. 従業員の株主化の先に

人的資本の定義について、会計学の専門家である中野誠教授の解説が分かりやすい。中野[2022]では「一般に人的資本という場合、会計上の資本（資産マイナス負債）とは異なる意味で使われていることが多い。経済学において物的資本・人的資本という場合、会計学でいうところの資産に近い概念として用いられることが多い。例えば、「人的資本経営」という場合、従業員に化体されている知識や能力が、企業の将来のキャッシュフローや利益を創出するという意味で、暗黙のうちに会計用語でいうところの資産として位置づけられて議論されることが多い」（27頁）と解説している。よって巷間で用いられている「人的資本」という用語は、会計学では「人的資産」と捉える方がより自然である。

人的資本に関する論稿でよく取り上げられるISO30414もそのタイトルは“Human resource management”であり、副題で“Guidelines for internal and external human

capital reporting”とされている。米国証券取引委員会（SEC）によるRegulation S-Kの中で用いられている用語も“human capital resources”であり、どちらも「人的資本」よりは「人的資産」と訳した方がニュアンスは近そうではある。

■ 2. コーポレートガバナンス・コードと人的資本^(注)

人的資本への注目の高まりは、2021年6月に再改訂されたコーポレートガバナンス・コードにこの言葉が登場したことがその直接的な契機だと思われる。再改訂されたガバナンス・コードでは3つの原則・補充原則の中で人的資本という用語が用いられている。まず、経営戦略に関する補充原則3-1③、次に取締役会によるサステナビリティ方針の策定に関する補充原則4-2②、最後に経営戦略や経営計画の策定・公表に関する原則5-2である。

原則3-1「情報開示の充実」に以下の補充原則③を新設

「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、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。」

原則4-2「取締役会の役割・責務(2)」に以下の補充原則②を新設

「取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。」

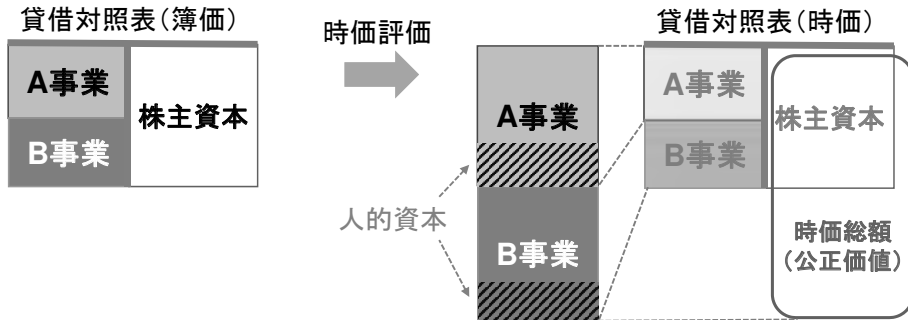
原則5-2「経営戦略や経営計画の策定・公表」に人的資本を追加

「経営戦略や計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」

これらの3つの原則・補充原則がすべて経営戦略や経営計画に関するものであることから、改訂の背景が浮き彫りとなってくる。

日本企業の課題として、事業ポートフォリオの見直しが進んでいないことが指摘できる。なぜ事業ポートフォリオの見直しが進まないのか。その大きな理由は、それぞれの事

(図表1) 貸借対照表における人的資本—簿価と時価—



業に属しているヒト（従業員）が変化の阻害要因となっているからである。伊丹敬之教授は経済には歴史的堆積があり、それは「既得権益」「資源の固定性」「心理の粘着性」という3つの堆積であるという（伊丹[2017], 294頁）。このうち心理の粘着性とは「改革が目指す新しい未知の仕事への不安が、つつい現在の仕事に執着する心理を人々の間にもたらして、現状への粘着性が高まるという力学である。目に見えない曖昧な不安の力学であるだけに、一番やっかいな堆積かもしれない」（同295頁）と喝破する。事業ポートフォリオの組み替えという多くの日本企業が直面する課題に対処するためには人材の再配置の問題を避けて通るわけにはいかないのである。

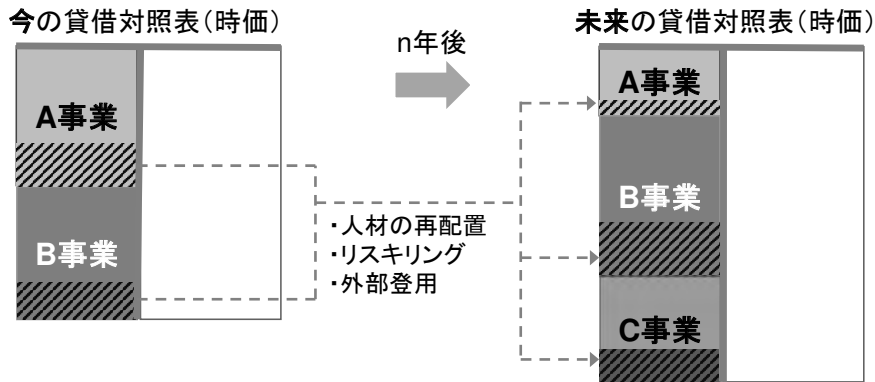
ヒトをうまく事業間で動かすことができるようにすることが事業ポートフォリオの見直しの際には重要となる。これは既存事業に限定した話ではなく、将来の事業展開を見据えて未来志向で考えていく必要がある。つまり、自社の事業を将来どのように展開していくかの構想が何よりもまず最初にある、そのた

めに既存の従業員をリスクリング（知識の追加取得）したり外部から採用したりする。これが人的資本マネジメントの要諦である。したがって、人的資本は人事の問題でも開示の問題でもなく、経営の問題となる。

貸借対照表（イメージ）を使って説明してみたい。いまある企業がA事業とB事業とを営んでいる（便宜上、全社資産や負債はないと考える）。現行の会計基準のもとではヒトの価値は資産には計上されない。ただし、それを時価評価（公正価値評価）した場合、A事業とB事業の時価の中にはその事業に従事している従業員によって生み出されている価値が含まれているはずである（図表1）。したがって、A事業とB事業の価値が正しく株価に織り込まれていれば、株式時価総額の一部には人的資本の価値が反映されているはずである。

さらに、この企業のn年後の貸借対照表を考えてみたい。n年後にはA事業は縮小し、B事業は拡張する予定であり、そして新しくC事業に進出するとする。よってA事業の従

(図表2) 貸借対照表における人的資本—現在と未来—



業員をB事業とC事業に割り振るとともに、異動先で必要とされる新たなスキルを追加取得（リスクリング）してもらう必要がある。もちろん外部から必要人材を採用することもあるだろう（図表2）。

このように考えると人的資本マネジメントでの施策は以下の4つに集約することができよう。

1. 現在、自社にあるスキルを見える化し（現在スキル）
2. 未来に必要なスキルを明確化し（将来スキル）
3. そのスキルを新たに身につけて（適材適所）
4. ポスト（ジョブ）とマッチングする（適所適材）

まず、A事業とB事業の従業員が持つ現在スキルを見える化する必要がある。ただ、日々の業務で使っていないと、「趣味でプログラミングをやっている」「実は中国語が喋れる」といった従業員もいるであろう。そうし

たスキルも見える化することが理想である。次に、その企業が将来に展開する事業において必要となるであろう将来スキルを明確にしなければならない。そしてこの将来スキルから現在スキルを引き算したものがリスクリングの対象となる。従業員が新たなスキルを身につけ（適材適所）、そしてポストに合わせてその従業員を配置する（適所適材）ことがいま求められている人的資本マネジメントだと筆者は考えている。

事業ポートフォリオの見直しを積極的に進めているレゾナック（旧昭和電工）の高橋秀仁社長は「レゾナックの人的資本経営として、ポートフォリオ戦略と人材戦略は合致することが必要です。（中略）レゾナックの人的資本経営の強みは、CEOとCHROが完全にシンクロして、これに全てをかけていることだと思います。もう一つの強みは、私が10年後の姿を明確にイメージできていることだと自負しています。」（RESONAC REPORT 2023, 23頁）と述べている。実際、同社取締役のス

キルマトリックスには「ポートフォリオ経営」という項目が含まれており、まずは事業ポートフォリオの見直しがあって、それに合わせてヒトを動的に再配置していこうと指向していることが見て取れる。

ただし、上記の1～4ステップが必要であるということは専門家によって以前から主張されてきていたことであり、それへの批判も少なくない。たとえば、「個（人）」にフォーカスされすぎている（他者との相互作用を考慮していない）、「学ぶ人しか学ばない」という学びの偏在性を解決できない、将来スキルの明確化が困難、学んでもそれを業務で「使う」ことの難しさを無視している、といった指摘がある（小林[2023]など）。しかしながらこうした指摘があるとしても、依然としてこの1～4ステップが出来ていない企業が多いのもまた事実である。

■ 3. 人的資本価値の帰属先

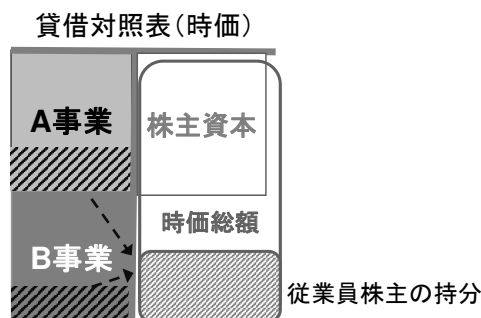
以上が筆者が考える人的資本マネジメントの概略であるが、本稿で議論したいことは、従業員が生み出した人的資本価値の帰属先、つまり貸方に関するものである。中野[2022]は「現行の株主重視型BSでは、人的資産が増えても、それは株主持分の増加として扱われるにすぎない」（29頁）と問題提起する。つまり、いくら人的資本の価値を高めても、その果実は株主に帰属することになる。そこで中野教授は「思考枠組みとして、債権者持

分、株主持分に加えて、「従業員持分（employee equity）」という第三の概念装置を想定する」（同）ことを提唱している。つまり仕訳で示すと、（借方）人的資産／（貸方）従業員持分となる新たな概念を提唱しているのである。中野教授はこの考え方をあくまでも「思考実験」だとし、「人的資本や従業員持分のBS計上には、超えなくてはならないハードルが複数ある。（中略）会計的に議論すべき点が山積している」（中野[2023], 26頁）と述べている。

筆者は中野教授の思考実験の大枠を支持しているが、従業員持分という概念ではなく、従業員を株主化することで人的資本の増分を実質的に従業員に帰属させることを提案したい（図表3）。つまり、従業員の株主化をより一層進めるのである。これは従業員持株会とは異なる。従業員が自己資金を投入して自社株式を取得した場合、株価が上がったら売りたくなるのが人間の性であろう。したがって自己資金を使わず、報酬の一部として自社株式を支給するのである。

実際にそのような企業が現れ始めている。「日経産業新聞」2023年11月27日付の1面では、社員に株式で報酬を付与する企業は1,000社を超えており、たとえばソニーグループは3,000人の従業員に対して1人あたり約2,000万円を与えていると報じている。ただし、中神・阿部[2021]によれば、発行済株式数に対する単年度に従業員に付与された株式報酬の株数合計の比率（バーンレート）はGoogle、

(図表 3) 人的資本と従業員株主持分の関係 (イメージ)



Apple、Facebook、Amazon、Microsoft の平均が1.36% (2019年) に対し、同期間の日本の大手テクノロジー企業の平均は0.074%にとどまっているとのことで、日本企業において従業員への株式報酬の拡大の余地はまだまだ大きいと思われる。

実務家とこうした話題で議論をすると、「実はうちも従業員への株式報酬の制度がある」という声を時折聞くことがある(くどいようだが、従業員持株制度ではない)。ただしよくよく聞くと「年に5万円分」といった水準であり、果たしてそれで人的資本を高めようとするインセンティブになるかどうかは分からない。

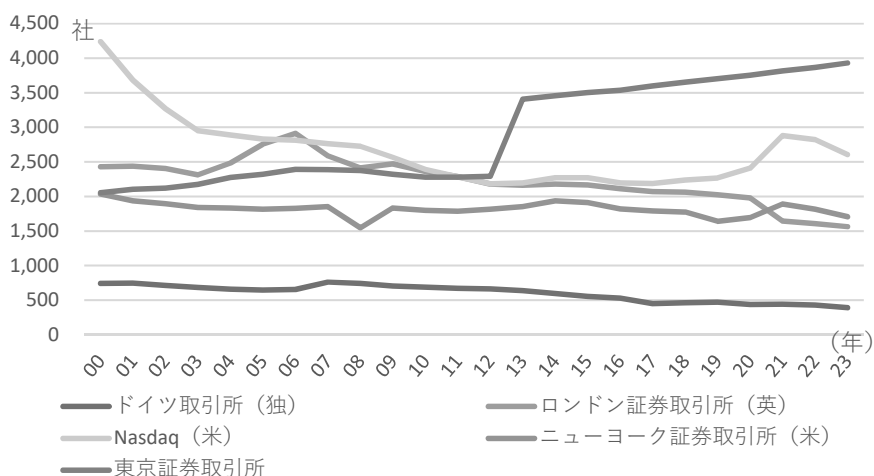
■ 4. 従業員の株主化の先に

従業員の株主化は単に人的資本の価値の増分を従業員自身に帰属させることだけを目的としない。さらにその先には安定株主の確保、ひいては株式非公開化の布石にもなりうると考えている。

2023年にトヨタグループの主要企業が政策保有株式の縮減に舵を切り始めた。筆者は政策保有株式の保有を否定はしないが、「企業自身の自由な動きを縛ってしまっている」という意味で否定的な見方をとっている。ただし、株主提案やアクティビズムが活発化する中で「ウイルス対策ソフトなしでパソコンを操作するようなものだ」(「朝日新聞」2024年1月10日朝刊)などと懸念されているのもまた事実である。従業員は政策保有株主に替わる安定株主として有望だと筆者は考えている。従業員が安定株主化しない、つまり株主総会で反対票を投じることも経営陣に違った刺激を与えると思われる。

さらにその先には株式非公開化も考えてよいであろう。図表4は主要国の上場会社数(自国企業のみ)の推移を示している。2023年にGDPでドイツが日本を逆転すると一部で報じられているが、つまり日本とドイツのGDPはほぼ同じであるということである。しかしながら、上場会社数は日本が約4,000社、ドイツが約400社で10倍の開きがある。株式公

(図表 4) 主要国の上場会社数の推移



(出所) The World Federation of Exchangesデータより筆者作成

開の本来の目的は成長資金の調達であり、そのための上場である。では日本では成長資金の調達が極めて旺盛であり、その結果として10倍近くの上場会社があるのか。答えは否であらう。

東京証券取引所の上場会社の時価総額(2023年末)の合計は約850兆円であるが、2023年の資金調達額は5,887億円(うち新規公開1,164億円)にとどまる。時価総額850兆円に対して資金調達は6,000億円程度である。つまり、成長資金の調達とは別の意図(社会的ステータスの獲得など)で企業は上場していると考えらるべきであらう。一方でコーポレート・ガバナンスや情報開示、IR、株主総会への対応などで上場の直接的・間接的コストは年々増加している。いや、筆者の肌感覚では“激増”と表現してもよいだろう。心の

中では「上場をやめたい」と思っている経営者も決して少なくないと思う。

2023年はベネッセホールディングス、大正製薬ホールディングスなど大型MBOの公表が続いた。もちろん各社によって状況は異なるが、中長期目線で経営を行うための選択肢として、将来の非公開化も選択としつつ、その布石として従業員の株主化を進めることは筋として悪くないと筆者は考えている。従業員に支給する株式に、政策保有関係の解消によって生じた自己株式を活用するのも一案ではなかろうか。

(注) 筆者は金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」のメンバーだが、本稿で述べることはすべて私見であり、同会議(または金融庁)の公式見解ではな

い。

〔参考文献〕

- ・伊丹敬之『ビジネス現場で役立つ 経済を見る眼』, 東洋経済新報社, 2017年.
- ・小林祐児『リスクリングは経営課題』, 光文社新書, 2023年.
- ・中神康議・阿部直彦「わが国からもっとイノベーションを生み出すために～GAFAMに見る「三位一体の経営」～」, 経済産業研究所, 2021年.
https://www.rieti.go.jp/jp/projects/trinity_management/column_01.html
- ・中野 誠「ウェルビーイングと人的資本会計」, 『証券アナリストジャーナル』, 2022年12月.
- ・中野 誠「人的資本に関する会計・ファイナンス視点からの考察」, 『組織科学』, Vol.57 No.1, 2023年 9月.

1

