

## 書評

江口高顯，神山直樹，黒田一賢，槇野尚，村澤竜一，  
山本功 著

## 『人的資本を考える経営者と機関投資家との対話』

(中央経済社，2025年10月)

三 和 裕美子

## 1. はじめに

本書『人的資本を考える経営者と機関投資家との対話』は、人的資本経営が企業経営の理念的スローガンを超え、コーポレートガバナンスや経営戦略そのものに影響を与えつつある現状を背景に、経営者と機関投資家の関係を理論的に捉え直そうとする意欲的な試みである。近年、人的資本関連の情報開示やKPI整備が急速に進む一方で、それらが企業価値創造とどのように結びつくのか、またその過程において機関投資家はいかなる役割を果たすべきかについては、必ずしも十分な理論的整理がなされてきたとは言い難い。本書は、こうした問題意識に対し、「熟議」を軸とするエンゲージメントの理論化を通じて応答する点に大きな特徴を有している。

本書の著者陣はいずれも、運用機関における議決権行使業務や企業とのエンゲージメント、リサーチやストラテジー策定といった実務経験を有しており、その視点は一貫して現場感覚に裏打ちされている。そのため本書は、抽象的な規範論にとどまらず、実際に企業と向き合う機

関投資家が自らの行動原理や存在意義をどのように理解しうるのかを内省的に描き出している点でも注目される。日本におけるスチュワードシップ活動の展開を長年観察してきた評者にとっても、本書は制度導入以後の実践の積み重ねを踏まえた一つの到達点を示すものとして、強い関心を喚起する内容である。

日本版スチュワードシップ・コードが公表されたのは2014年である。同コードは、機関投資家が投資先企業との建設的な「目的をもった対話（エンゲージメント）」を通じて、企業価値の向上と持続的成長を促し、その結果として顧客・受益者の中長期的リターンを最大化する責任を負うことを明確にした。これに呼応する形で、東京証券取引所と金融庁はコーポレートガバナンス・コードを導入し、企業と株主との対話を通じたガバナンス改革を進めてきた。両コードはしばしば「車の両輪」と表現され、相互に補完しながら機能することが期待されてきたが、制度導入から10年以上が経過した現在、その実質的な意義や限界をどのように評価すべきかについては、なお議論の余地が残されている。本書については、こうした制度的文脈を前提としつつ、エンゲージメントの内実に踏み込

む点に理論的貢献を見出すことができる。次節以降では本書の内容をまず紹介しよう。

## 2. 本書の構成と各章の概要

### 2.1 第一部 企業論：人的資本からのアプローチ

本書は四部構成からなっている。第一部では、人的資本に焦点を当てつつ、経済学・経営学の枠組みにおける企業像が検討されている。人的資本を価値創造の源泉として捉えることの理論的含意が整理され、従来の企業観に対する問題提起がなされる。第1章では、企業の物的資産ではなく、人的資本に焦点をあてるアプローチの重要性が語られている。第2章は働く個人の観点から、人的資本の使用価値形成と企業の成り立ちについて、第3章は、企業で働く個々人の集まりである組織に焦点をあて、マネジメント層が組織をどのように束ねるかについて展開がなされている。第4章は、「社会」としての企業という切り口、とくに働き手にとって企業がどのような組織社会か、企業への帰属意識という2点からの考察がなされている。第5章では、企業の経済的価値創出のための効率性規準について、経営規律、サープラス分配、社会価値という点からの考察、第6章では、人的資本のアプローチから企業と株主の関係が述べられている。第一部は、本書の位置づけを論じる重要な章であるが、既存の企業理論や人的資本理論との関係について、もう一段踏み込んだ整理がなされていれば、議論の射程はさらに明確になったと感じる。

### 2.2 第二部 スチュワードシップ行動の理論的基礎

第二部では、大規模化した機関投資家が事業会社として負う責任と、社会からの要請を投資先企業に伝え、企業変革を促す役割について論じられる。グローバル化の進展を背景に、企業活動に対する価値判断が多様化するなかで、企業の意思決定は一層複雑化している。こうした状況において、機関投資家がエンゲージメントを通じて「熟議」のプロセスを提示し、これを実行していくことが必要であると説かれる点に、スチュワードシップ行動の意義が見いだされている。第7章では、企業の置かれた環境の変化、たとえばグローバル化や機関投資家の成長と社会の要請などについて整理されている。そのうえで、機関投資家と経営者やボード・メンバーとの対話こそが利害調整のための熟議であると説く。第8章では、様々な変化に対応する方法として Multiple-objective 志向の取入れと熟議という考え方の適用を提案している。現代の機関投資家は、社会からの期待を背負う企業としての機関投資家という性質を持ち、「株主の利益を最大化する」ということは、「財務的な利益を最大化する」ことではなく、「長期的な株主の取り分を最大化するために、現時点で従業員との利害調整を行い、長期的な従業員の取り分を含むサープラスを最大化することに代わっているという。これが機関投資家の精神としてのスチュワードシップであると説明される。第9章では、前章を受けて機関投資家のスチュワードシップ行動の必要性についての理論的基礎を提供している。ここでの重要なポイントは機関投資家と企業の「熟議」を提唱した点である。

### 2.3 エージェンシー理論から新しい対話のパラダイム

第三部では、「熟議」の具体的なあり方が検討される。機関投資家の投資スタイルを考慮したエンゲージメントのプロセスが示されるとともに、「従業員歓喜」を重視することが結果として企業価値向上につながるとの視点が提示されている。すなわち、株主と経営者のエージェンシー関係ではなく、新しいパラダイムとして、株主と従業員の利害調整を行う経営者とそれを信任する機関投資家という関係が提唱される。その中心としてボード、すなわち取締役会の役割が議論され、いわゆるボード3.0に言及しながら、ボードを企業の課題解決における熟議の中核と位置づけ、機関投資家にとって主要な対話の相手として期待を寄せている。10章では、機関投資家をアクティブ、パッシブ、プライベート・エクイティなどの運用スタイルごとに分類し、それぞれの運用スタイルに応じた対話の観点と方法について論じている。第11章では、従業員の重要性、価値観の多様性、株式市場の機関化を背景に、機関投資家が経営の課題解決に向けて、経営者やボードとの対話の具体的なフレームワークを提示している。ここでは経営理論としてのバリュースティックが考察され、「従業員歓喜」を上げることが、企業価値を上げる方法と説明している。第12章では、熟議の中心としてボードを位置づけている。すなわち、ボードの役割は、株主と従業員の利害調整、世界の多様な価値観の理解と状況に適応した機動的な対応、機関投資家との対話などに関わるべき熟議の骨子をなす中核である。

### 2.4 人的資本に関わる新しい対話のパラダイム

第四部では、「熟議」を通じて株主と人材の双方の利益を高める Multiple-Objective な企業の理論と、機関投資家のスチュワードシップ行動のパラダイムに基づき、株主と従業員の利害調整のあり方が検討される。具体的には、機関投資家が経営者、ボード、従業員とどのように関与すべきかについて、理論的かつ実践的な考察が加えられている。第13章では、人的資本に関わる機関投資家のエンゲージメントの基礎的な考え方が示されている。ここでは機関投資家の役割として、企業の人的資本の活用を適切に評価し、より高度な水準へと導くことを支援することと定義される。究極的に機関投資家は、金銭的・物的資本と人的資本との相互作用を見出したうえで適切な経営判断を支援し、企業の価値創造に貢献するだけでなく、社会レベルでの資源配分の最適化を導くことで、株式市場の発展という金融システムの経済機能を遂行することを担う。第14章では、機関投資家と経営者の人的資本に関する対話を考える枠組みとして、資源・資本家・資産家・収益化の価値創造プロセス（RCAP プロセス）の導入を提唱している。第15章では、働き手と企業の相補性とサープラス分配の問題の観点から、人的資本重視の開示の在り方、対話、人的資本を働き手の種類に分けて開示するというモデルを考察している。具体的には、働き手については(1)財務情報、(2)財務情報に繋がりうる非財務情報、(3)社会貢献など純然たる非財務情報の3つとしている。第16章では、熟議で重要な役割を果たすボードに着目し、経営者とボードを明示的に分けて論じている。

### 3. まとめ—本書の貢献と課題—

本書は、人的資本投資を単なる「コスト」ではなく、将来キャッシュフローの創出に資する戦略的投資として捉える視角を提示している。その際、経済学、経営学、会計学の知見を横断的に用いながら、「従業員歓喜」が人的資本へとつながり、さらに人的資本が企業価値を生み出すという関係を論理的に接続している。さらにこのような価値創造において機関投資家と企業の「熟議」をベースとしたエンゲージメントが重要な役割を果たすことを示している。また、従来のエージェンシー理論に依拠した株主価値最大化論を超えて、熟議を通じた価値創造の可能性を理論化する点で挑戦的な内容を有している。

以上の点を踏まえると、本書は人的資本経営をめぐる議論を理念の水準にとどめることなく、機関投資家と企業のエンゲージメントという実践の場へと橋渡しする理論的枠組みを提示した点で評価される。その意味で本書は、人的資本経営への関心の高まり、スチュワードシップ論の深化、そしてエージェンシー理論以後の企業理論の模索という三つの潮流を接続する位置に立つ書として、現在のコーポレートガバナンスや機関投資家研究においても重要な参照点となるであろう。人的資本と企業価値、スチュワードシップとガバナンスの関係を体系的に理解しようとする研究者のみならず、実務に携わる経営者および機関投資家にとっても、重要な

示唆を与える一冊である。

最後に、本書の今後の課題について触れておきたい。本書は、経済学・経営学・社会学など多様な学問分野の知見を参照しつつ人的資本を論じている点に特徴があるが、各理論的視座についての掘り下げは必ずしも十分とは言えず、その結果、章間の理論的連関が必ずしも明確に示されているとは言い難い。すなわち、各章は重要な論点を個別に提示しているものの、それらがどのような共通の分析枠組みのもとで統合されるのかについては、読者に委ねられている部分が残されている。また、本書は機関投資家のエンゲージメントを中心に議論を展開しているが、インベストメントチェーン全体、特にアセットオーナーや規制・制度設計との関係についての考察は限定的である。熟議を基軸とするエンゲージメントが持続的に機能するためには、運用機関の行動規範のみならず、その背後にある受託者の責任、評価制度、規制環境との相互作用を含めた制度的条件の検討が不可欠である。この点については、本書では十分に掘り下げられておらず、今後の理論的・実証的検討に委ねられた重要な課題であると言えよう。さらに、人的資本投資を将来キャッシュフローと結びつけて評価する際の測定可能性や検証可能性といった課題についても、本書は問題提起にとどまっており、具体的な分析枠組みの提示には至っていない。これらの点も含め、人的資本経営をめぐる議論を一層深化させるためには、今後の研究が求められる。

(明治大学商学部教授)