

# 機関投資家と企業IRを繋ぐ 人的資本指標の提案

(株)クレジット・プライシング・コーポレーション 取締役プリンシパル 佐々木 剛  
(株)クレジット・プライシング・コーポレーション シニア・コンサルタント 西家 宏典

人的資本開示に関わる様々な企業の取組みや各種支援サービスに注目が集まっています。企業IRの観点では、どのような視点で人的資本経営の実態を伝えるべきか、機関投資家にとって有効な情報を提供する方法論については、更なる議論が俟たれるところです。本稿では、企業と機関投資家の円滑なコミュニケーションに資するよう、双方がアクセス可能な客観的かつ定量的な人的資本指標を提案します。

## はじめに

2023年度3月期決算から、有価証券報告書での人的資本に関する情報開示が義務化されました。経営の三要素としての「ヒト・モノ・カネ」について、「モノ」≒「企業の製品やサービス」、「カネ」≒「企業の業績」についての上場企業における情報開示は、これまで広く行われてきました。一方で、「ヒト≒人的資本や組織文化」に関する情報は、統一的な定量化や構造化が難しく、これまで上場企業が任意で開示を行うCSR報告書やサステナビリティレポートでの各社独自の指標での開示が一般的でした。また、それらにおいて開示される項目は、各社独自の基準や定義によって行われ、また年に1回など限られた断面での情報にすぎませんでした。

国内にて今年度から義務化された人的資本に関する開示は、米国や欧州ではすでに義務化をされており、組織の人的資本及び無形資産に関する情報の重要性がグローバルで認識されていることを表しています。

国内における企業の人的資本に関する議論は長らく行われてきましたが、2020年9月に経済産業省が発表した「持続的な企業価値向上と人的資本に関する研究会」による報告書、通称「人材版伊藤レポート」から国内での本格的な開示制度設計が始まったと言えます。本報告書では、

「人的資本経営」という言葉で、企業の人材を「資本」と捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる考え方が重要視されています。中でも人的資本経営のフレームワークの3つの視点、「経営戦略と人材戦略の連動」「As is-To beギャップの定量把握」「企業文化への定着」については、企業の経営陣が特に意識すべき点として挙げられています。<sup>1</sup>

本報告書を受けて内閣府が2022年8月に発表した、「人的資本可視化指針<sup>2</sup>」に関する報告書は、企業の人的資本をどのように可視化し、投資家や他のステークホルダーとの相互理解を深めていくか、についての指針が述べられています。その中で、企業の人的資本の可視化について、人的資本への投資と実際の業績との関係性を構築することや、開示において「独自性」と「比較可能性」のバランスの確保などが求められています。

一方で、人的資本を「定量的」に「比較可能」な形で把握することは、これまでの任意開示状況を見ても困難であり、有価証券報告書での情報開示項目についても「女性管理職比率」や「育休取得率」など比較的定量化が簡単な数値が多く、人的資本の一つの側面としての情報のみが開示されていると考えられます。

<sup>1</sup> <https://hcm-consortium.go.jp/about>

<sup>2</sup> <https://www.cas.go.jp/houdou/20220830jintekisihon.html>

本稿では、企業の「人的資本」として、働く従業員自身が感じる企業の「組織文化」「働きがい」「働きやすさ」を時系列データとして定量化し、企業間での横比較を行える指標である、「VCPCクチコミインデックス」および「社風分類」を紹介し、機関投資家と企業IRを繋ぐ指標としての活用方法を提案します。

### 人的資本の第三者データとしての『従業員クチコミ』

近年、インターネットやスマートフォンなどの広がりによって、各個人が情報発信を行い、様々なモノやサービスに対する評価レビューを行うことが一般的となってきています。ECサイトなどでの商品評価レビューや飲食店に対する顧客の評価レビューは、商品の購入判断などを行う際の有用な情報として広く利用されています。このような評価レビュー情報は、購入者や利用者に、より近い立場の意見であり、対象物やサービスの市場での評価を代替する情報となり得ると考えられます。

その中でも、従業員クチコミは、実際に特定の会社や組織で働く従業員自身が、自身の属する会社や組織に対してどのように感じているか、を匿名データとして投稿を行ったものです。このような従業員クチコミ情報は、主に就職・転職者が自身の判断を行うための材料として利用されます。一方で、ECサイトや飲食店での例と同様に、このような従業員クチコミ情報は、実際のその会社や組織に属する人間の意見として、その会社や組織がどのように従業員から評価されているか、を知るための重要な情報となると

考えられます。

### 従業員クチコミの定量化指標「VCPCクチコミインデックス」

株式会社クレジット・プライシング・コーポレーション（以下CPC）では、人的資本や企業の社風に早くから着目し、「良い会社というものは良い社風を持っており、それらは将来の企業価値を向上させる」との仮説のもと、2016年から「企業の社風」の定量化の研究を行ってきました。その研究成果を、転職クチコミサイトであるオープンワーク株式会社との共同プロダクトである「VCPCクチコミインデックス」として、主に国内外の機関投資家向けに提供を行っています。

「VCPCクチコミインデックス」は、オープンワーク株式会社が運営する転職・就職者向けの従業員クチコミサイトであるOpenWork<sup>3</sup>に寄せられた1000万件以上のクチコミ文章情報を自然言語処理AIにて定量化し、上場企業の社風を「組織文化」「働きがい」「働きやすさ」の三種類の時系列スコアとして表しています。

OpenWork（旧Vorkers）は、2007年6月から運営を開始し、2023年6月末時点で登録ユーザー数575万人、クチコミ・評価件数約1500万件を誇る国内最大級の従業員クチコミサイトです。OpenWorkの利用者は各人が在籍中の、または過去に在籍していた企業について8項目の定量評点と8項目のクチコミ文章情報を投稿します。まず、8項目の定量評点とは、5段階の選択式評価点であり、8項目のクチコミ文章情報は自由記載のテキスト情報となります。表1に8項目のクチコミ文章項目を示します。

表1. 8項目のクチコミ文章項目

項目名
組織体制・企業文化
入社理由と入社後ギャップ
働きがい・成長
女性の働きやすさ
ワーク・ライフ・バランス
退職検討理由
企業分析 [強み・弱み・展望]
経営者への提言

<sup>3</sup> <https://www.openwork.jp/>

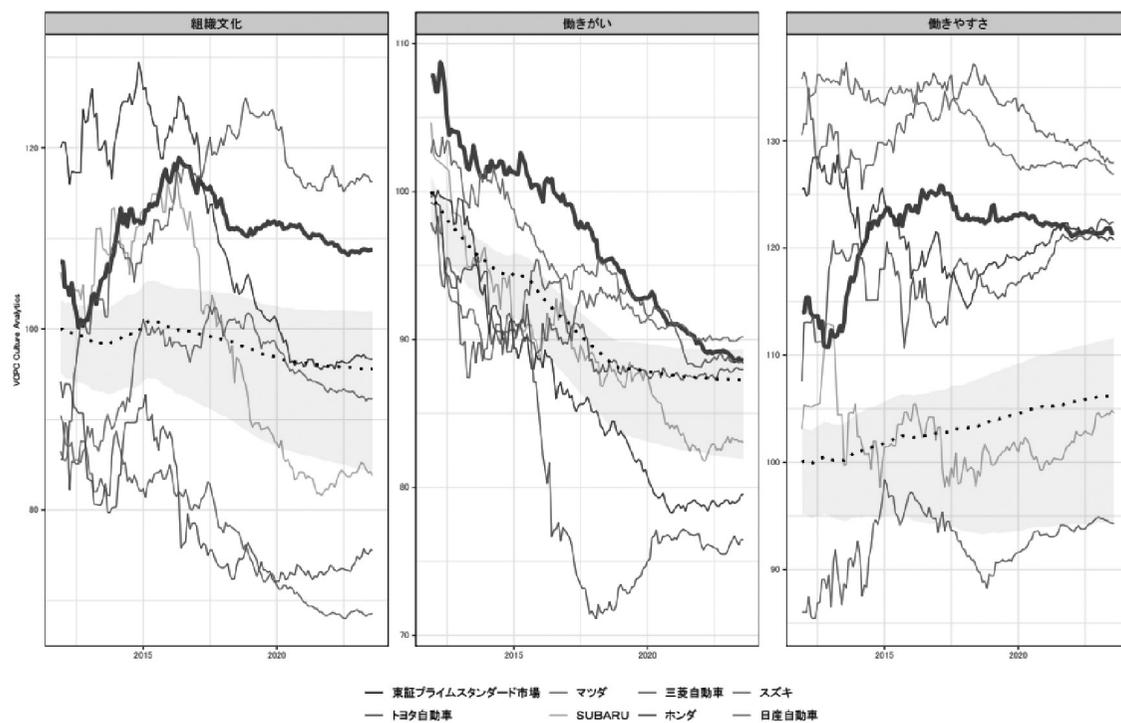
クチコミ文章情報は8項目の中から投稿者が自由に選択し、全体で500文字以上となるように投稿を行います。また、OpenWorkでは投稿されたすべてのクチコミに対して体系的な審査と人の目による審査を行い、クチコミの質の管理を常に行っています。そのような厳格な審査を通過したクチコミのみが公開されるため、虚偽や誹謗中傷などの悪意のある投稿は可能な限り排除されている点が特徴となっています。

「VCPCクチコミインデックス」は、そのよう

なOpenWorkに投稿された国内上場企業の8項目のクチコミ文章情報を用い、CPC独自の教師データを用いて学習した自然言語処理AIモデルによるクチコミの定量化、と独自の統計・集計技術により生成された、「従業員が感じる社風」を時系列定量化したスコアとなっています。

例として国内の自動車業界でのVCPCクチコミインデックスの推移と東証プライム・スタンダード市場全体での各スコアの推移を示します。

図1. 自動車業界のVCPCクチコミインデックス



※灰色網掛けは東証プライムスタンダード市場での標準範囲を表す

図1を見ると、従業員クチコミから見えてくる企業の社風というものは、極めて多様であり、比較的短期間で変化していくことが分かります。また、東証プライム・スタンダード平均の動きと比較して、各企業の良し悪しを確認することができ、企業間の横比較が可能であることも分かります。

## VCPCクチコミインデックスと企業価値に関する研究

「VCPCクチコミインデックス」を活用し、企業価値や企業業績と社風の関係性を分析した研究に、[西家, ほか, 2018] や [西家, ほか, 2021] があります。

[西家, ほか, 2018] では、VCPCクチコミインデックスの中でも「組織文化」のスコアをもとに、企業の組織文化が改善すると将来の売上高成長率が高まること、また企業の将来の株価

に統計的に有意な超過リターンが生じること、を示唆しています。特徴的なのは、組織文化そのものの水準ではなく、その変化が将来の株価や企業価値に正の効果をもたらす、という点です。本論文は2018年度証券アナリストジャーナル賞を受賞しています。

〔西家, ほか, 2021〕では、一般的に論じられることが多い企業の「働きやすさ」「働きがい」と企業業績との時系列的な関係性について分析を行ったものです。本研究では、これまで議論されてきた「企業業績が先か、働きがい先か、働きやすさが先か」という問題に対して、Panel Vector Auto Regression (PVAR) という時系列分析の手法を用いて、一定の示唆を与えています。

本研究によると、従業員の感じる「働きがい」の改善は、1-2年程度遅れて、企業のROEや売上高の上昇に寄与し、「働きやすさ」の改善は、2-3年程度遅れて企業の利益率を改善させることが示唆されています。また、逆に企業のROEの改善や内部投資の増加は1-2年程度の遅れをもって従業員の「働きがい」を改善させるとされています。また、「働きがい」「働きやすさ」それぞれ単独の改善ではなく、その両方の改善が将来の企業価値の向上を促すことが同時に示唆されています。つまり、企業業績や働きがい、働きやすさは時系列的に互いに作用し、複雑に影響しあっていることと考えられます。

表2. VCPC社風分類

VCPC社風分類	
悪い	悪循環
↑	停滞
	ブラック懸念
	組織足枷せ
	組織底支え
	安定
↓	活力
良い	好循環

VCPC社風分類では、企業の「組織文化」として表される「雰囲気」や「共有されている価値観や行動パターン」を社風の土台である、と

海外においても同様の従業員クチコミサイトは存在し、それらのデータを用いた研究においても、従業員クチコミの有用性が指摘されています。(Green, et al., 2019) (Symitsi, et al., 2018)

以上のように、従業員クチコミデータやVCPCクチコミインデックスは、企業の人的資本を第三者視点で可視化するための有用な情報やツールとなり得る可能性が考えられます。

#### 社風の理解を支援する「VCPC社風分類」

一方で、従業員クチコミ情報を用いたVCPCクチコミインデックスは、様々な情報を含んだ文章情報としての従業員クチコミを各企業・各時点で単一の定量スコアとするため、文章情報に含有されていた様々な情報が抜け落ちてしまう、という問題点があります。多様な企業を比較分析することが多い機関投資家ではなく、自社の社風の理解を促進したい企業IRの立場では、定量化スコアのみでは不十分であると考えられます。

そのためCPCではVCPCクチコミインデックスを用いて、組織分析・経営分析の観点を加えることで、「VCPC社風分類」を新たに開発し、企業IR部門向けに提供を開始しました。VCPC社風分類は、VCPCクチコミインデックスの「組織文化」「働きがい」「働きやすさ」の定量化スコアを用いた、合計8分類の社風分類となります。表2にVCPC社風分類を示します。

考え、その上に従業員の感じる「働きがい」や「働きやすさ」が醸成される、という考え方をもとに、以下のように分類を行います。

表3. 社風分類の考え方

組織文化							
悪い				良い			
		働きがい				働きがい	
		悪い	良い			悪い	良い
働きやすさ	悪い	悪循環	ブラック懸念	悪い	組織底支え	活力	働きやすさ
	良い	停滞	組織足枷せ	良い	安定	好循環	

例えば、「組織文化」が良く、「働きがい」が悪く、「働きやすさ」が良い場合は、VCPC社風分類は「安定」となりますが、「組織文化」つまり社内の雰囲気が悪い場合は、「停滞」に分類されます。また、残業時間が多い、有給消化率が低い、などの「働きやすさ」が悪い職場環境の場合一般的には「ブラック企業」と呼ばれ、一纏めに語られることが多いですが、「働きやすさ」が悪い環境であっても「組織文化」と「働きがい」が良い場合、VCPC社風分類では、「活力」という分類となります。

このようにVCPC社風分類は、企業の社風は単一の軸やスコアで測定するべきものではなく、多様な軸の組み合わせで判定するべきであるという考えに基づいています。

### VCPC社風分類と企業価値

先行研究からVCPCクチコミインデックスと企業価値の間には関係性があることがわかっています。そこで「組織文化」「働きがい」「働きやすさ」から生成したVCPC社風分類と企業価値との関係を分析します。

企業価値の代替変数として、株価純資産倍率(PBR)を用います。分析データとして、東証プライム・スタンダード市場に上場する企業のVCPC社風分類の月次データと、各社の月末時点でのPBR月次データを用います。分析期間は2012年6月から2023年6月とし、6月末データのみを用いる年次データとします。当月のVCPC社風分類及び当月のPBRが1倍を超えるか超えないかを組み合わせ、1年後のPBRの中央値がどのようになっているか、また1年後のPBRが1倍を超える社数の割合を算出します。表4に結果を示します。

表4. 社風分類と1年後PBRの関係

ID	社風分類	件数	1年後PBRの中央値とPBR>1の割合				
			全体	当月PBR<1集団		当月PBR>1集団	
			中央値	中央値	超過割合	中央値	超過割合
1	悪循環	2,754	1.020	0.682	14.6%	1.642	86.9%
2	停滞	1,897	1.106	0.684	16.0%	1.648	87.5%
3	ブラック懸念	1,425	1.112	0.697	12.1%	1.733	88.5%
4	組織足枷せ	766	1.277	0.662	13.8%	1.830	89.5%
5	組織底支え	1,115	1.364	0.761	19.1%	1.928	89.2%
6	安定	1,305	1.488	0.725	17.1%	2.187	92.1%
7	活力	1,556	1.621	0.768	19.2%	2.251	92.4%
8	好循環	1,573	1.747	0.755	20.0%	2.302	93.7%

まず、全体の集団で見ると、当月のVCPC社風分類が良い⇨「好循環」ものほど1年後のPBR

が高い傾向があることが分かります。PBRが1倍超の部分、人的資本を含む企業の無形資産で

あると考えると、VCPC社風分類が良い企業のほうが、無形資産を有効活用し、将来の企業価値の向上を行っていることが示唆されます。

一方で、当月のPBRが1倍を超える（≒超過的な無形資産を持っている）、当月のPBRが1倍を下回る（≒無形資産が不足している）、のグループで分解し、当月のVCPC社風分類ごとに1年後のPBRを見ると、どちらのグループにおいても当月のVCPC社風分類が良い≒「好循環」であるほど、1年後のPBRの中央値が高い傾向があります。同時に、1年後にPBRが1倍を超える割合（超過割合）についても同様の傾向があります。しかし、当月のPBRが1倍を超えている集団のほうが、1倍を下回る集団よりも、VCPC社風分類の良い集団と悪い集団の間の差は大きいものとなっています。つまり、当月PBRが1倍を超える集団の社風分類「好循環」と「悪循環」の1年後PBRの中央値の差は約0.660であるのに対して、当月PBRが1倍を下回る集団では、同値が約0.073となっています。

また、当月のPBRが1倍を超える集団つまり超過的な無形資産を保有していると考えられる集団では、VCPC社風分類の順序性と1年後PBRの中央値の順序性が整合的である一方で、当月のPBRが1倍を下回る集団つまり無形資産が不足していると考えられる集団については、特に「安定」よりも「組織底支え」の分類の方が1年後のPBRが高い傾向が見られました。「安定」は「組織文化」が良く、「働きやすさ」が良いものの、「働きがい」が悪い、という分類であり、定性的には良好な社風である一方で、従業員のやる気やモチベーションで表される働きがい低い状態であると考えられます。「無形資産が不足している状態（当月のPBRが1倍を下回る状態）で、このような社風であることが、将来のPBRの向上をもたらしにくい」、という結果は大変興味深い示唆となっています。

以上より、継続的な社風の改善は、将来のPBRで表される企業価値を向上させることが示

唆され、さらに現状で超過的な無形資産を保有していると考えられる企業であっても、より社風を改善させることで、より企業価値を向上させることができる可能性があります。

### 機関投資家と企業IRの対話のための活用

これまで紹介してきたVCPCクチコミインデックスと社風分類（以下、VCPCスコアと総称）は、機関投資家が求める人的資本に関わる情報開示においても有効な情報であると考えています。

人的資本開示の最大の目的は、中長期的な企業価値向上を目指すべき組織運営となっているか、各企業の人的資本経営の如何をステークホルダー、特に機関投資家を含む株主へ適切に伝えることです。今般上場企業の開示義務となった3つの指標、「女性管理職比率」（多様性：組織文化）、「男性育児休業取得率」（働きやすさ）、「男女間賃金格差」（働きがい）は人的資本経営の結果としての数値に過ぎません。各指標を裏付ける組織戦略の現状と課題を把握し、将来に亘り企業価値を向上させることが出来る経営体制となっているか、具体的な施策の実施までブレークダウンして株主へ伝えることが求められています。伊藤レポートの人的資本経営フレームワークにおいても「As is-To beギャップの定量把握」が挙げられており、KPIの設定を前提とした経営目標を提示するために人的資本の可視化が要請されている所以です。

また、機関投資家が企業IRにおける非財務資本の開示に求める内容として、特に人的資本開示の充実が挙げられ、気候変動対策よりも重要視されており、中でも組織文化や多様性に関わる情報がより重要との調査報告<sup>4</sup>があります。同調査では、投資家の7割が人的資本開示は投資判断に影響を与えているとされています。

機関投資家の投資対象銘柄の選択過程においては、定量化指標に基づく比較可能性が重要視されます。VCPCクチコミインデックスについ

<sup>4</sup> 株式会社リンクアンドモチベーション「非財務資本の開示に関する意識調査」<https://www.lmi.ne.jp/news/release/detail.php?id=703>。機関投資家・パイサイドアナリストへのアンケートにおいて、「組織文化（従業員エンゲージメント等）」が30代の回答者について58%でトップ、「ダイバーシティ（年齢別・性別の労働者数、障がい者雇用状況等）」が40代および50代でトップ（前者78%、後者53%）。

ては、同時に、第三者が生成する客観性、時系列情報としての継続性と網羅性<sup>5</sup>、月次更新にて常時参照可能な即時性を備えており、分析データとしての有効性が担保されています。さらに、機関投資家が求める「独自性と比較可能性のバランス」という視点に立つと、企業独自の取組みの効果測定における継続的なモニタリングツールとしても利用可能であり、加えて、VCPC社風分類を活用した人事組織戦略との連携、すなわち、課題認識に基づく具体的施策の立案にも活かすことが可能です。人的資本開示の義務化で要求される3指標は、組織文化・働きやすさ・働きがいという3分類にそれぞれ帰属する性質のものです。それぞれが相互に関連して企業文化=社風が成立しており、各指標単体の評価では必ずしも企業全体の評価に繋がらないものと考えられるため、同様の分類で構成されるVCPC社風分類の分析結果は総合的な社風の理解に資するものと思われま。

機関投資家と企業IRの対話という観点では、機関投資家においては、銘柄選択用のデータベースとしての活用にとまらず、投資対象企業のVCPCスコアのモニタリングを通じて投資先に対するエンゲージメント活動に活用する事例が見られます。一方、企業IRの立場からはVCPCスコアを時系列にモニタリングすることにより、業界内のポジショニングの把握を含め、自社の組織戦略の効果測定を行うと共に、企業

価値向上を目指す経営戦略の一環として、スコア変化の要因分析に基づく実施済みの具体的施策の評価と共に将来の課題解決のための施策立案方針を投資家へ伝えることが出来るものと考えます。

#### おわりに

近年内外の機関投資家における非財務情報、すなわちオルタナティブデータの活用が急速に広まっています。ニュースやSNS投稿、POSデータや経済活動に関わる衛星写真等々、あらゆるビッグデータ系の情報が特に海外のクオンツ系ヘッジファンドで投資判断に利用されており、日本でも同様に利用が拡大しつつあります<sup>6</sup>。ただし、その多くは企業自ら主体的に提供する情報ではありません。一方、人的資本に関わる情報も非財務情報の重要な要素ですが、その他のオルタナティブデータと異なり、企業自らの意思で作成し、情報開示できる要素の大きい情報です。今回ご紹介したVCPCクチコミインデックスは私ども第三者の生成した情報ソースですが、その内容を十分ご理解頂いた上で、自社の経営戦略を機関投資家の皆様に適切に伝えるための1つの情報ソースとしてご活用頂くことで、企業価値向上を希求する企業と投資家の円滑な対話が進み、ひいては社風の優れた企業の成長が日本経済の発展に繋がることを期待してやみません。

#### 引用文献

- Green, T, Clifton, et al. 2019. *Crowdsourced employer reviews and stock returns*. s.l. : Journal of Financial Economics, 2019.
- Symitsi, Efthymia, Stamolampros, Panagiotis and Daskalakis, George. 2018. *Employees' online reviews and equity prices*. s.l. : Economics Letters, 2018.
- 西家宏典, 長尾智晴. 2021. 従業員口コミを用いた働きがいと働きやすさの企業業績との関係. 出版地不明: JAFEEジャーナル, 2021.
- 西家宏典, 津田博史. 2018. 従業員口コミを用いた企業の組織文化と業績パフォーマンスとの関係. 出版地不明: 証券アナリストジャーナル Securities analysts journal, 2018.

<sup>5</sup> VCPCクチコミインデックスは、2007年以降の時系列データで構成され、2012年以降、東証プライムおよびスタンダード銘柄の時価総額基準にて90%以上（現時点で99%以上）、現在一定以上のクチコミ数のある銘柄数で50%以上のカバーレッジを有する。

<sup>6</sup> 2018年にE&Yが発行したレポートによると、機関投資家のうち76%がオルタナティブデータの導入に利用に積極的な態度を示しています。また、Alternativedata.orgの調査によるといわゆるパイサイドで働くオルタナティブデータ専門のデータサイエンティストの数は過去5年間で450%増加しています。Nikkei Alternative Data <https://nkbb.nikkei.co.jp/alternative/about/>

**西家 宏典**（にしいえ ひろのり）

(株)クレジット・プライシング・コーポレーション  
シニア・コンサルタント。

2011年東京大学大学院理学系研究科修了、  
2021年横浜国立大学環境情報学府博士後期課程修了。博士（工学）。

**佐々木 剛**（ささき たけし）

(株)クレジット・プライシング・コーポレーション  
取締役プリンシパル。

1988年東京大学教養学部卒業（国際関係論専攻）、1995年カリフォルニア大学バークレー校  
ハーススクールMBA取得。