

# 有価証券報告書における 人的資本の投資対効果に 関する開示レーティング

日経225版

2024年3月期決算企業対象



人的資本理論の実証化研究会

Human Capital and Corporate Value

<https://hc-cv-research.jp>

## 目次

はじめに .....	3
共同座長のメッセージ .....	3
小野浩 一橋大学大学院 経営管理研究科 教授 .....	3
福原正大 一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 兼 Institution for a Global Society 株式会社 代表取締役会長 CEO.....	4
人的資本理論の実証化研究会について .....	5
設立背景と内容 .....	5
体制.....	5
人的資本に関する考え方 .....	6
2024年3月期有価証券報告書における 人的資本開示内容のレーティング .....	8
概要.....	8
目的 .....	8
経年での差分に関する分析.....	8
レーティング対象 .....	8
野村証券株式会社 アナリスト・高宮 健氏のコメント.....	9
総評.....	10
2023年3月期に比べ、対象企業全体でスコア上昇 .....	10
経年変化類型別株式リターン比較 ～人的資本の拡充と企業価値（株価）上昇との連動を確認 .....	12
軸①人的資本投資の評価指標と軸②人的資本投資対象の明示 .....	13
軸①人的資本投資の評価指標.....	13
軸②人的資本投資対象の明示 .....	14
業界別スコア上昇企業数と割合 .....	15
日経 225 上位 50 社ランキング.....	16
日経 225 スコア上昇企業一覧 .....	18
日経 225【軸①人的資本投資への評価指標】2023年3月期→2024年3月期 スコア上昇 上位 5社... ..	19
日経 225【軸②人的資本投資対象の明示】2023年3月期→2024年3月期 スコア上昇 上位 5社.... ..	20
APPENDIX：「人的資本理論の実証化研究会」によるレーティングの根拠・方法 .....	22
内閣府の考え方に準拠 .....	22
本研究会の人的資本の捉え方を踏まえた 2つのレーティング軸 .....	22

# はじめに

## 共同座長のメッセージ

小野浩

一橋大学大学院 経営管理研究科 教授



早稲田大学理工学部卒業。シカゴ大学大学院博士課程修了、Ph.D.（社会学博士）取得。野村総合研究所コンサルタント、ストックホルム商科大学准教授、テキサス A&M 大学准教授を経て 2014 年より現職。2017 年スタンフォード大学客員教授。現在、テキサス A&M 大学特任教授も務める。専門は労働経済学、統計学、人的資本理論、幸福論。主著に、『人的資本の論理～人間行動の経済学的アプローチ』（2024, 日本経済新聞出版）、『Redistributing Happiness: How Social Policies Shape Life Satisfaction』（2016, Praeger 出版, K.S. Lee と共著）。そのほか「なぜ人的資本の投資が必要なのか？」『一橋ビジネスレビュー』（2023）、「日本の労働時間はなぜ減らないのか？」『日本労働研究雑誌』（2016）など論文掲載多数。

企業の持続的成長には人的資本投資が不可欠であるという学説は、経済学でも長い歴史を持っています。しかし、人への投資が企業価値向上にどのように結びついているのかを解明するメカニズムは、よく理解されていません。

本研究会は、理論と実証の両側面から構成されています。理論では、人的資本の基本的枠組みを整理して、人的資本がなぜ今注目されているのか、人的資本投資はなぜ必要なのか、持続的な賃上げはどう実現するのかなどについて、理解を深めています。実証では、理論的見解を活かし、企業の人的資本投資への指標の可視化、定量化を通して、それらが人材戦略・経営戦略とどこまで結びついているかを明示化しています。

本年のレーティングでは、企業が、人的資本投資がどのように企業価値向上に結び付いているのかを検証すること、および「人的資本」、すなわち「能力」への投資に向き合うことの価値を示すことができると期待しています。

## 福原正大

一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 兼 Institution for a Global Society 株式会社 代表取締役会長 CEO



東京銀行（現：三菱 UFJ 銀行）、バークレイズ・グローバル・インベスターズ（現ブラックロック）での日本法人取締役を経て、2010年に、「人を幸せにする評価と教育で、幸せをつくる人をつくる」をビジョンに IGS を設立。INSEAD（欧州経営大学院）MBA、グランゼコール HEC（パリ）で国際金融の修士号を最優秀賞で取得。筑波大学で博士号取得。慶應義塾大学経済学部特任教授、東京理科大学客員教授、一橋大学大学院特任教授を兼任。主な著書に『AI×ビッグデータが「人事」を変える』（朝日新聞出版社）、『日本企業のポテンシャルを解き放つ——DX×3P 経営』（英治出版）など。

人的資本と企業価値の関係性を見るためには、人的資本の時系列変化と株価変動を定量的にとらえることが重要です。私は長らく金融業界におり、そこで企業投資を決定する際の定量要因を探る仕事に携わってきました。しかし、当時は、企業の人的資本に関する定量データが存在していませんでした。

日本では、2023年3月期より企業の人材施策に係る情報開示が始まり、私たちは投資家に向けた人的資本の定量データとなるその開示内容のレーティングに取り組むこととしました。さらに本年は2年目となるので、レーティングの経年変化と株価変動も分析しました。スコアが上昇した企業群、すなわち人的資本経営が前進しているとみられる企業群は、スコア変化のない企業や下降企業と比較して、株価変動においてポジティブな傾向がみられました。このように、2024年3月期についてもレーティングおよび分析結果を公開することは、企業の人的資本への取り組みの変化を定量的に把握する意義のあることと考えます。当時の私が抱えていた課題感への1つの回答であり、投資家やアナリストの皆様にとっては将来の投資目的にかなう指針になるものと確信しています。

また、人的資本経営に取り組む企業の皆様にとっても、企業価値向上に結び付く人的資本経営のポイントが、本レーティングにおける2軸（①人的資本投資への評価指標「人材戦略を踏まえた評価指標になっているか」、②人的資本投資対象の明示有無「経営戦略上必要な能力への投資が明示されているか」）であることをご参考にしていただければ大変嬉しく思います。

# 人的資本理論の実証化研究会について

## 設立背景と内容

人的資本理論の実証化研究会（以下「本研究会」）は、「人的資本」の概念を提唱したノーベル経済学者のゲーリー・ベッカー氏が構築した理論に基づき、人的資本を「能力」と捉えて、企業価値向上にどのようにつながるのかを定量データを用いて検証することを目的とした研究会です。

これまで人の能力は測定・定量化が難しいと言われており、日本では人的資本の投資対効果の議論が活発に行われていませんでした。加えて、人的資本開示が義務化される流れの中で、各企業がどのような開示を行うべきか、判断が難しい状況にあります。本研究会では、人の能力こそが企業価値の源泉であり、人的資本の投資対効果を明確に示す必要性に課題認識を持ち、これまでの人的資本の理論と含意を体系的に整理しつつ、参画企業等の定量データを活かして、実証研究を産学連携で進めています。

- ・ **2022 年度の研究成果** : [https://hc-cv-research.jp/news/press\\_230323](https://hc-cv-research.jp/news/press_230323)
- ・ **2023 年度の研究成果** : [https://hc-cv-research.jp/news/press\\_240416](https://hc-cv-research.jp/news/press_240416)

2022 年 10 月より、本研究会では、人的資本理論の整理とともに、各社の開示情報や人材能力等各企業の有するデータを活用した研究を重ねています。使用するデータは、主に Institution for a Global Society 株式会社（以下「IGS 社」）が提供する、AI を活用した 360 度評価ツールを用います。今年度においても、IGS 社が提供するツールを用いて、本研究会参画企業の従業員の能力を測定し、企業価値とどのような関係があるのかを検証していく予定です。なお、2024 年度は、18 社の企業が参画しています（2024 年 8 月末時点）。

## 体制

本研究会の共同座長は、ノーベル経済学者のゲーリー・ベッカー氏から人的資本理論を学んだ一橋大学大学院の小野浩教授と、バークレイズ・グローバル・インベスターズ（現ブラックロック）社の日本法人経営に従事する等の幅広い金融バックグラウンドを有する福原正大 IGS 社代表取締役会長 CEO が務めています。

## 人的資本に関する考え方

本研究会においては、ベッカー教授の理論に基づき、人の能力こそが企業価値の源泉であり、「人的資本」と捉えています。エンゲージメントやダイバーシティは、人的資本（能力）を企業価値に効果的に繋ぐための条件として「人的資本（能力）の発揮度」と位置付け、コンプライアンスや人権意識などは、それらが欠けることで企業価値にマイナスの影響を与える「人的資本起因のリスク」と位置付けています

（図1）。つまり、人的資本（能力）は、人的資本（能力）の発揮度と掛け合わさることで、企業価値向上にプラスのインパクトを与え、他方で「人的資本（能力）起因のリスク」が外在的に制約を加えるという構造です。

したがって、持続的な企業価値向上のためには、人的資本そのものと、人的資本の発揮度等を含めた「**Human Capital Potential Factor（人的資本の潜在ファクター）**」を定量化し、企業価値にどのように寄与しているのかについての投資対効果（ROI）を検証していくことが重要であると考えております。

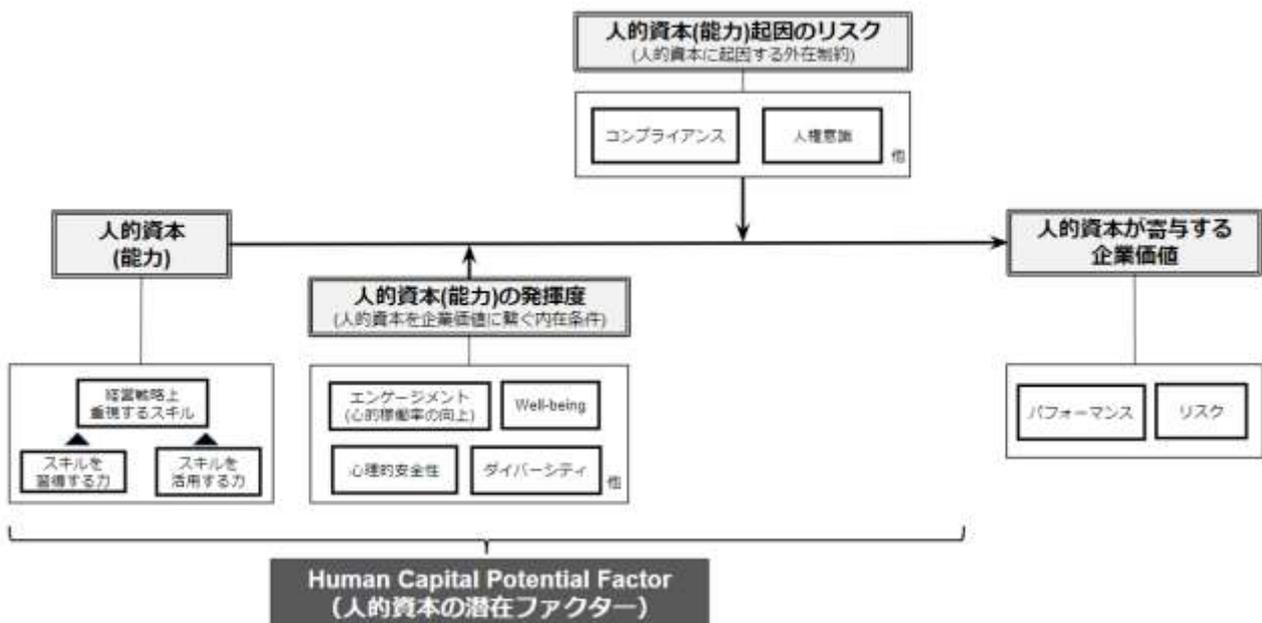


図1：人的資本と企業価値のフレームワーク

人的資本（能力）と人的資本（能力）の発揮度との関係について例をあげましょう。例えば、「経営戦略に必要な能力を身に付けていない従業員が集まっているが、エンゲージメントは高い企業」を想定します。能力とエンゲージメントを評価ツールで計測したところ、能力スコアの平均が50、エンゲージメントスコアの平均は80でした。（前提：各スコアは100が最大）この場合、人的資本（能力）＝50、人的資本（能力）の発揮度＝80%となり、人的資本×発揮度＝50×80%＝40とイメージできます。つまり、この企業はエンゲージメントなど職場環境を整えましたが、能力育成が不十分なため、人的資本が企業価値に寄与する値が低い結果となりました。

一方で、「能力の高い従業員が集まっており、かつエンゲージメントも高い企業」を想定しましょう。同様に能力とエンゲージメントを評価ツールで計測したところ、能力スコアの平均が 100、エンゲージメントスコアの平均は 80 でした。この場合、人的資本（能力）= 100、人的資本（能力）の発揮度=80% となり、 $\text{人的資本} \times \text{発揮度} = 100 \times 80\% = 80$  とイメージできます。つまり、この企業は、従業員の高い能力を十分に発揮しており、企業価値に寄与する値が高い結果となりました。

このように「Human Capital Potential Factor」における各ファクター（人的資本と発揮度）の関係を整理し、定量化して検証することで、その企業がなぜ人材育成やエンゲージメントなどの投資をしているにもかかわらず、企業価値が向上しないのか、（あるいはその逆も含めて）投資対効果の検証を行うことができます。

なお、あくまで上記の計算は、人的資本の潜在ファクターと企業価値の関係を示すための簡易的なものになるため、金額換算などは省いていることをご承知おきください。

# 2024年3月期有価証券報告書における 人的資本開示内容のレーティング

## 概要

### 目的

本研究会では、人的資本と企業価値（株価）の関係性を定量化し、投資家の方に新たな情報を提供する観点から、昨年度、2023年3月期の有価証券報告書における人的資本開示内容のレーティングを行いました（参照 <https://hc-cv-research.jp/news/rating202303>）。2年目となる今年度は、時系列での人的資本と企業価値の関係性も見え始めるとの観点から、2024年3月期の有価証券報告書についても同様の評価基準や体制で人的資本開示内容をレーティング・分析しています。

本研究会にて採用する評価基準は、一次的には、企業価値向上に結びつく人的資本について、いかに定性的・定量的に開示しているかを評価する基準です。開示情報の背景には、企業価値向上に結びつく人的資本の把握や施策があり、企業がその取り組みを進化させるほどスコアが上がる設計となっています。つまり、人的資本開示2年目である2024年3月期においては、2023年3月期と比較して、どの企業の人的資本が増え、企業価値が向上しているのかの検証が可能となります。開示が前進している企業・変化していない企業・開示が後退している企業という観点から、報告書をまとめることにしました。

それに伴い、2023年3月期の有価証券報告書の人的資本からの変更点は以下のとおりです。

### 経年での差分に関する分析

昨年度においては、人的資本開示が義務化された最初の有価証券報告書であったので、スコアの全体的な分布等を確認しました。それに対して、今年度は、人的資本開示2年目であり、経年での差分に着目して、分析をしました。これにより、企業価値の変化、つまりはレーティングの変化と株価の関係性をご覧いただけます。

### レーティング対象

日経225構成銘柄の企業群のうち2024年3月期を決算期とする企業について、2023年3月期と2024年3月期の両年度で有価証券報告書を開示した企業（184社）を対象としました。また、調査範囲について、2023年度は有価証券報告書において他の資料（統合報告書など）に記載されている旨を明記されている場合には、その資料も対象に含めていましたが、2024年度は有価証券報告書記載事項に限定しました。

※調査範囲の変更に伴い、2023年度のレーティングも見直しを行いました。

## 野村証券株式会社 アナリスト・高宮 健氏のコメント

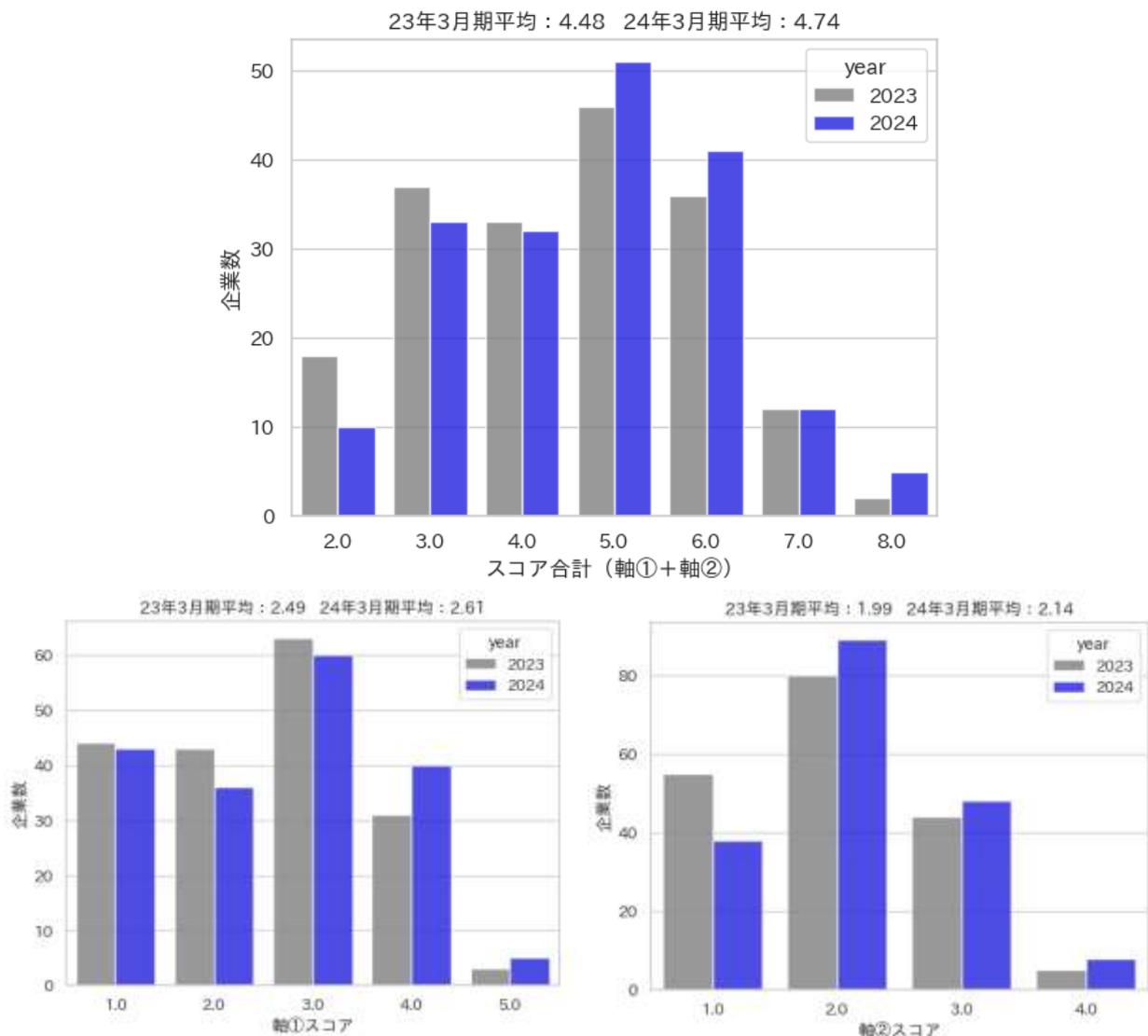
野村証券株式会社 エクイティ・リサーチ部 金融チーム・ヘッド 高宮 健氏より

「以下、銀行セクター担当アナリストとしての立場からコメントさせていただきます。銀行セクターもサービス業のひとつであり、担当アナリストとして人的資本経営については非常に注目しており、銀行経営者と議論する機会が増えています。株式市場において PBR1 倍割れ問題に注目が集まり、また今後労働人口が減少する中、銀行が提供するサービス付加価値を上げるという観点から、銀行にとって人的資本の価値向上とひとりあたりの生産性向上は喫緊の課題です。とはいえ、銀行経営者と客観的指標をもって定量的に議論することがなかなか難しい中、今回の開示レーティングのように人的資本経営の評価指標を定量的に評価する試みは、経営者との議論において、ひとつの「共通のものさし」を提示する試みとして注目しています。今後、人的資本経営の質と量を定量的に議論する機運が高まり、銀行業界において、人的資本経営の実効性が高まることに期待しています。なお、以上の意見は筆者の個人的な見解であり、筆者の所属する組織の見解を示すものではない点、付言させていただきます。」

## 総評

### 2023年3月期に比べ、対象企業全体でスコア上昇

今回のレーティングは2024年3月期を決算期とする企業のうち、2023年3月期と2024年3月期の両年度で開示した企業184社の有価証券報告書について、①人的資本投資への評価指標、②人的資本投資対象の明示の2軸で行いました。経年での変化を見ると、23年3月期と比較して24年3月期について、全体的にスコアがあがっています。



## 業界別の分布

17 分類	スコア 上昇	変化 なし	スコア 下降	全体
エネルギー・資源	0	1	1	2
医薬品	2	4	0	6
運輸・物流	7	6	2	15
機械	2	7	5	14
金融（除く銀行）	3	8	0	11
銀行	1	9	0	10
建設・資材	2	7	2	11
自動車・輸送機	4	6	0	11
商社・卸売	2	3	2	7
小売	0	2	0	2
情報通信・サービスその他	3	14	2	19
食品	2	3	3	8
素材・化学	2	11	2	16
鉄鋼・非鉄	2	9	0	11
電機・精密	8	24	0	32
電気・ガス	3	1	1	5
不動産	1	2	1	4
総計（社数）	<b>45</b>	<b>118</b>	<b>21</b>	<b>184</b>

## 経年変化類型別株式リターン比較

### ～人的資本の拡充と企業価値（株価）上昇との連動を確認

2023年と2024年の経年でのスコアの変化に着目し、スコア上昇/変化なし/下降の企業群に分け、株式リターンにどのような差異があるか検証を行いました。その結果、スコアが上昇した企業群について、ポートフォリオの優位性を示す指標であるシャープレシオ（リターン－リスクレート／リスク）が最も高い結果となりました。

2024年3月期での人的資本開示をするためには、開示のための準備期間も含めると、より前の段階から人事施策を講じていることが必要になります。スコア上昇の企業群の株価リターンが伸びているのが、2022年3月あたりであることからすると、取り組んでいる人事施策が業績に結びつき、株価につながっていると説明できる可能性が高いといえます。



	年率平均リターン	リスク (標準偏差)	シャープレシオ
スコア上昇 (45 社)	17.2%	19.0%	0.9
スコア変化なし (118 社)	14.4%	18.8%	0.76
スコア下降 (21 社)	15.7%	19.4%	0.81
TOPIX	13.9%	17.1%	0.81

## 軸①人的資本投資の評価指標と軸②人的資本投資対象の明示の比較

スコア合計の経年変化類型を軸①と軸②に分けて株式リターンを比較すると、軸②のスコアが伸びている企業群の方が有利なポートフォリオとなっていることがわかりました。経営戦略と人材戦略の結びつきよりも、能力開発の取組みのほうが、業績等のパフォーマンスに効果を与えている可能性があります。

### 軸①人的資本投資の評価指標



	年率平均リターン	リスク (標準偏差)	シャープレシオ
スコア上昇 (25 社)	17.2%	19.4%	0.89
スコア変化なし (147 社)	14.7%	18.7%	0.79
スコア下降 (12 社)	17.3%	20.9%	0.83
TOPIX	13.9%	17.1%	0.81

## 軸②人的資本投資対象の明示



	年率平均リターン	リスク (標準偏差)	シャープレシオ
スコア上昇 (31 社)	17.9%	19.0%	0.94
スコア変化なし (140 社)	14.6%	18.9%	0.77
スコア下降 (13 社)	15.6%	18.5%	0.85
TOPIX	13.9%	17.1%	0.81

## 業界別スコア上昇企業数と割合

業界別にスコア平均順位の変化をみると、電気・ガスや金融（除く銀行）で躍進が見られました。それ以外の業界において順位は若干変動していますが、業界ごとの特色は特にみられませんでした。

スコア上昇は、個々の企業の人的資本の取り組みの表れであり、業界に関わらず、業績や株価リターンとして結果に現れている可能性があります。

	日経 225 企業数	軸① 上昇企業数と 割合		軸② 上昇企業数と 割合		上昇企業数 合計/割合		2024 年度 スコア 平均順位	2023 年度 スコア 平均順位
		2	割合	1	割合	3	割合		
電気・ガス	5	2	40.0%	1	20.0%	3	60.0%	9	15
運輸・物流	15	3	20.0%	4	26.7%	7	46.7%	13	14
自動車・輸送機	11	2	18.2%	5	45.5%	4	36.4%	16	17
医薬品	6	0	0.0%	2	33.3%	2	33.3%	11	13
商社・卸売	7	3	42.9%	2	28.6%	2	28.6%	5	7
金融（除く銀行）	11	3	27.3%	1	9.1%	3	27.3%	3	8
電機・精密	32	6	18.8%	4	12.5%	8	25.0%	8	9
食品	8	1	12.5%	2	25.0%	2	25.0%	7	4
不動産	4	1	25.0%	0	0.0%	1	25.0%	4	3
建設・資材	11	0	0.0%	2	18.2%	2	18.2%	15	12
鉄鋼・非鉄	11	0	0.0%	2	18.2%	2	18.2%	10	11
情報通信・サービスその他	19	0	0.0%	3	15.8%	3	15.8%	17	16
機械	14	2	14.3%	0	0.0%	2	14.3%	12	6
素材・化学	16	2	12.5%	2	12.5%	2	12.5%	6	5
銀行	10	0	0.0%	1	10.0%	1	10.0%	1	2
エネルギー資源	2	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	1
小売	2	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	14	10

## 日経 225 上位 50 社ランキング

順位	企業名	合計 スコア	軸①人的資本投資への評 価指標スコア	軸②人的資本投資対象の 明示スコア
1	双日	8	4	4
1	コンコルディア・フィナンシャルグループ	8	4	4
1	S C R E E Nホールディングス	8	4	4
1	リコー	8	4	4
1	千葉銀行	8	4	4
6	三井化学	7	4	3
6	コニカミノルタ	7	4	3
6	日本製鉄	7	3	4
6	日立製作所	7	4	3
6	セイコーエプソン	7	4	3
6	本田技研工業	7	4	3
6	丸井グループ	7	5	2
6	大和証券グループ本社	7	5	2
6	S O M P Oホールディングス	7	4	3
6	M S & A Dインシュアランスグループホー ルディングス	7	4	3
6	東京海上ホールディングス	7	5	2
6	西日本旅客鉄道	7	4	3
18	ニッスイ	6	4	2
18	清水建設	6	4	2
18	明治ホールディングス	6	3	3
18	日本ハム	6	4	2
18	味の素	6	5	1
18	ニチレイ	6	4	2
18	東急不動産ホールディングス	6	3	3
18	旭化成	6	4	2
18	王子ホールディングス	6	4	2
18	日本製紙	6	4	2
18	日産化学	6	4	2
18	トクヤマ	6	4	2
18	U B E	6	4	2

18	住友ファーマ	6	3	3
18	富士フイルムホールディングス	6	2	4
18	E N E O Sホールディングス	6	3	3
18	日本碍子	6	3	3
18	J F Eホールディングス	6	3	3
18	三菱マテリアル	6	3	3
18	しずおかフィナンシャルグループ	6	3	3
18	アマダ	6	3	3
18	NTN	6	3	3
18	ジェイテクト	6	3	3
18	安川電機	6	3	3
18	ニデック	6	3	3
18	オムロン	6	5	1
18	日本電気	6	3	3
18	富士通	6	4	2
18	パナソニックホールディングス	6	4	2
18	T D K	6	2	4
18	アドバンテスト	6	4	2
18	太陽誘電	6	4	2
18	川崎重工業	6	4	2
18	伊藤忠商事	6	3	3
18	三菱商事	6	4	2
18	三井住友トラスト・ホールディングス	6	3	3
18	三井住友フィナンシャルグループ	6	3	3
18	第一生命ホールディングス	6	3	3
18	住友不動産	6	3	3
18	ヤマトホールディングス	6	4	2
18	日本航空	6	3	3
18	関西電力	6	3	3

\*同じ順位の企業は、株式コード順

## 日経 225 スコア上昇企業一覧

2023年3月期と2024年3月期の比較で軸①軸②のいずれかのスコアが上昇し、かつ、合計スコアで見ても、経年比較で1ポイント以上の上昇となった企業の一覧です。

企業名	経年比較			2024年3月期			2023年3月期		
	合計	軸①	軸②	軸①	軸②	合計	軸①	軸②	合計
本田技研工業	+5	+3	+2	4	3	7	1	1	2
東京海上ホールディングス	+4	+3	+1	5	2	7	2	1	3
SCREENホールディングス	+4	+2	+2	4	4	8	2	2	4
日本製紙	+3	+2	+1	4	2	6	2	1	3
TDK	+3	+1	+2	2	4	6	1	2	3
伊藤忠商事	+3	+1	+2	3	3	6	2	1	3
日本ハム	+2	+1	+1	4	2	6	3	1	4
住友電気工業	+2	0	+2	2	3	5	2	1	3
アマダ	+2	0	+2	3	3	6	3	1	4
コンコルディア・フィナンシャルグループ	+2	0	+2	4	4	8	4	2	6
SUBARU	+2	+1	+1	2	2	4	1	1	2
東武鉄道	+2	+2	0	3	1	4	1	1	2
日本航空	+2	0	+2	3	3	6	3	1	4
中部電力	+2	+2	0	4	1	5	2	1	3
大阪瓦斯	+2	+2	0	3	1	4	1	1	2
日揮ホールディングス	+1	0	+1	2	3	5	2	2	4
明治ホールディングス	+1	0	+1	3	3	6	3	2	5
ディー・エヌ・エー	+1	0	+1	1	2	3	1	1	2
双日	+1	+1	0	4	4	8	3	4	7
信越化学工業	+1	0	+1	1	2	3	1	1	2
武田薬品工業	+1	0	+1	1	2	3	1	1	2
塩野義製薬	+1	0	+1	2	3	5	2	2	4
日本碍子	+1	0	+1	3	3	6	3	2	5
フジクラ	+1	0	+1	2	2	4	2	1	3
ジェイテクト	+1	+1	0	3	3	6	2	3	5
日立製作所	+1	+1	0	4	3	7	3	3	6
富士電機	+1	+1	0	2	1	3	1	1	2
ニデック	+1	0	+1	3	3	6	3	2	5
アルプスアルパイン	+1	+1	0	3	2	5	2	2	4
アドバンテスト	+1	+1	0	4	2	6	3	2	5

三菱重工業	+1	+1	0	3	2	5	2	2	4
川崎重工業	+1	0	+1	4	2	6	4	1	5
いすゞ自動車	+1	0	+1	1	2	3	1	1	2
スズキ	+1	0	+1	1	3	4	1	2	3
大日本印刷	+1	0	+1	1	2	3	1	1	2
東京エレクトロン	+1	0	+1	3	2	5	3	1	4
大和証券グループ本社	+1	+2	-1	5	2	7	3	3	6
T & Dホールディングス	+1	+1	0	3	1	4	2	1	3
住友不動産	+1	+1	0	3	3	6	2	3	5
東急	+1	+1	0	2	2	4	1	2	3
東日本旅客鉄道	+1	0	+1	3	2	5	3	1	4
西日本旅客鉄道	+1	0	+1	4	3	7	4	2	6
ヤマトホールディングス	+1	+1	0	4	2	6	3	2	5
川崎汽船	+1	0	+1	3	2	5	3	1	4
日本電信電話	+1	0	+1	3	2	5	3	1	4
東京電力ホールディングス	+1	0	+1	1	3	4	1	2	3

\*同じ順位の企業は、株式コード順

## 日経 225【軸①人的資本投資への評価指標】

### 2023年3月期→2024年3月期 スコア上昇 上位5社

順位	企業名	軸①スコアの 伸び	2023	2024	軸①コメント
1	本田技研工業	3	1	4	経営管理指標（KGI）と、人材戦略・施策のKPIを追加
1	東京海上ホールディングス	3	2	5	一人当たり創出価値が追加され、人事戦略と経営戦略との連動の部分が追加され、関係性が詳細かつ分かりやすくなった
3	日本製紙	2	2	4	事業戦略と人材戦略の連動が追加され事業戦略との連動が出された
3	SCREENホールディングス	2	2	4	次期中期経営計画「Value Up Further 2026」（2025年3月期～2027年3月期）が新たに立てられ、その中に人的資本関連の戦略や指標が記載されるようになった

3	大和証券グループ本社	2	3	5	従業員のエンゲージメント向上を生産性の向上・企業価値向上のカギとなる要素として明確化。サーベイの内容や根拠を詳細に開示
3	東武鉄道	2	1	3	目標 ROE の記載、経営計画体系の記載が追加され、経営戦略・経営ビジョンと人的資本との関係性が定性的に把握できるようになった
3	中部電力	2	2	4	人財戦略と企業としての目指す姿の繋がりが整理された
3	大阪瓦斯	2	1	3	2026 年中計の記載があり、ROE 数値目標及び、対処すべき経営課題として「人材・組織の強化」に関する記載が追加された

\*同じ順位の企業は、株式コード順

## 日経 225【軸②人的資本投資対象の明示】

### 2023 年 3 月期→2024 年 3 月期 スコア上昇 上位 5 社

順位	企業名	軸②スコアの伸び	2023	2024	軸②コメント
1	住友電気工業	2	1	3	グローバル人材のポリシーを策定、また経営人材などの具体的な育成対象の目標人数などを設定
1	T D K	2	2	4	T D K をリードする人財の育成として、数値を記載
1	コンコルディア・フィナンシャルグループ	2	2	4	「人づくり」という項目で指標が追加され、2 指標のうち 1 つが「営業人員スキルレベル上級者割合」と、スキル別 KPI を設定している

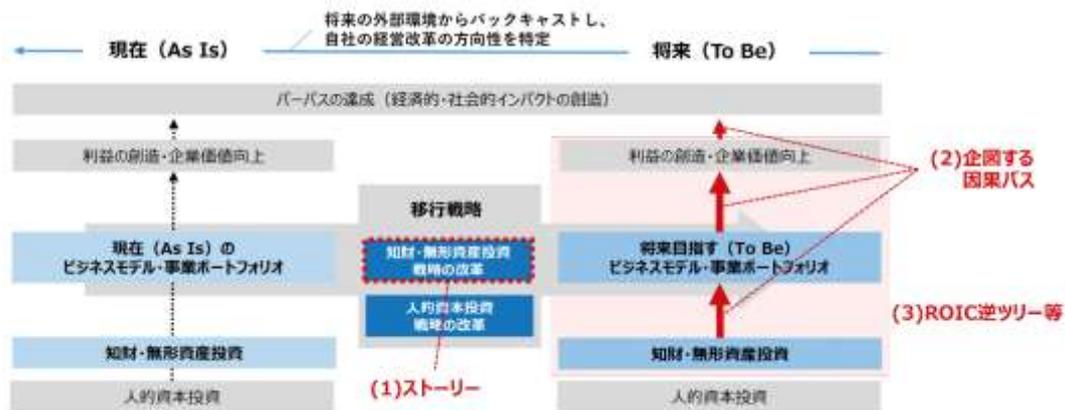
1	本田技研工業	2	1	3	人材の量的・質的充足の目標値が追加された
1	S C R E E Nホールディングス	2	2	4	人材ポートフォリオを作成し、求める人材をレベル別に定義、さらに充足率の目標値・実績まで開示された
1	伊藤忠商事	2	1	3	経営人材・グローバル人材等の育成など具体的な注力対象が追加されることや、労働生産性を上げていく方針と定量目標まで追加されている
1	日本航空	2	1	3	新たに人財像の言及および育成に係る KPI 設定

\*同じ順位の企業は、株式コード順

## Appendix : 「人的資本理論の実証化研究会」によるレーティングの根拠・方法

### 内閣府の考え方に準拠

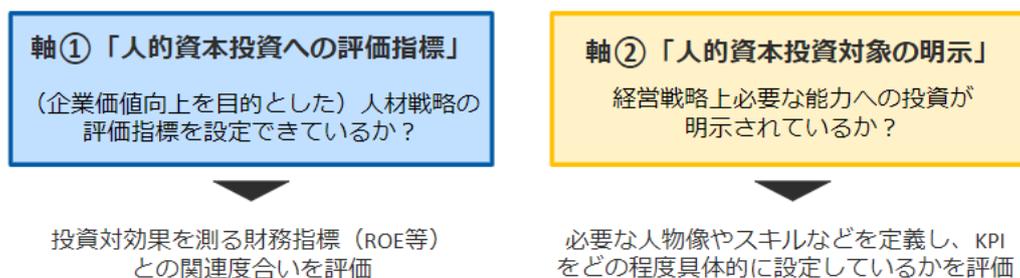
2023年3月に内閣府が公表した知財・無形資産ガバナンスガイドライン Ver2.0 には、企業と投資家・金融機関における価値協創を加速するための「コミュニケーション・フレームワーク」が提示されています。そこでは、①ストーリー上に戦略を位置付けること、②企図する因果パス（企業のパーパス・全体戦略・ビジネスモデル・企業価値・顧客価値と知財・無形資産とのつながり）を明らかにすること、③経営指標と投資・活用戦略を紐づけること、の3点が重要であるとされています。この考え方を本研究会も踏襲し、人的資本開示のレーティングの軸を決定しました。



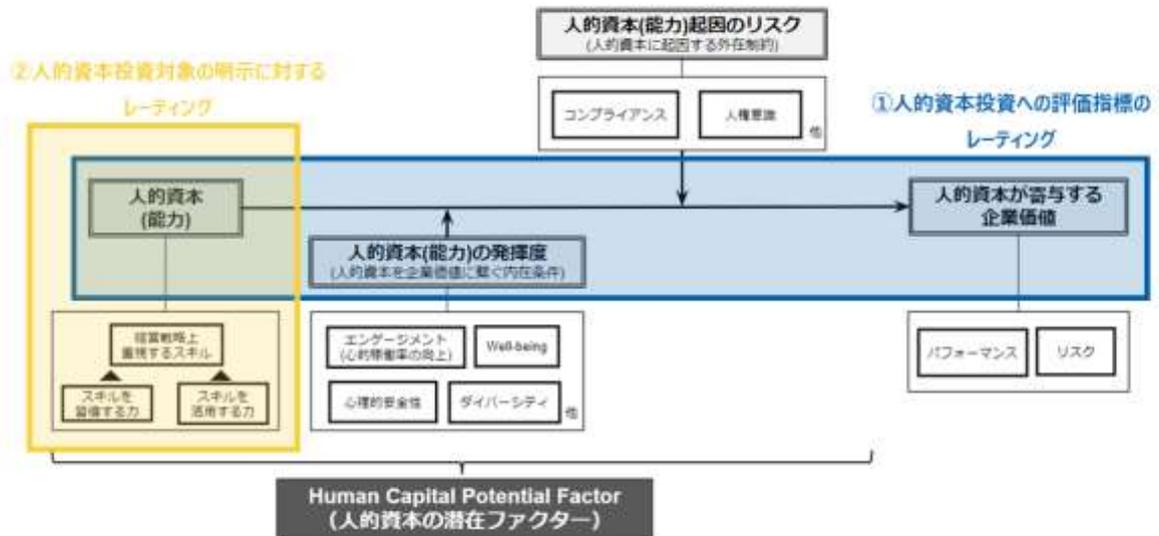
\*知財・無形資産ガバナンスガイドライン ver2.0 (概要)p10 から引用

### 本研究会の人的資本の捉え方を踏まえた2つのレーティング軸

本研究会では、上記内閣府の考え方をベースとして、①人的資本投資への評価指標（人材戦略を踏まえた評価指標になっているか）、②人的資本投資対象の明示有無（経営戦略上必要な能力への投資が明示されているか）の2軸で、レーティングを行なっております。



また、この2つのレーティング軸を、本研究会のフレームワーク「人的資本と企業価値のフレームワーク」に沿って説明すると下記となります。



具体的な基準は、下記のとおりです。

### ① 人的資本投資の評価指標の評価基準

スコア	評価基準
1点	投資対効果の目標がない
2点	投資対効果の目標指標を掲げるものの、人材戦略との結びつきが抽象的
3点	投資対効果の目標指標を掲げ、人材戦略と定性的に結びついている
4点	投資対効果の目標指標を掲げ、人材戦略の KPI 指標が定量的に設定されている
5点	人材戦略の KPI 指標とその効果指標の関係まで定量的に設定されている

### ② 人的資本投資対象の明示の評価基準

スコア	評価基準
1点	研修実施の言及にとどまる
2点	経営戦略遂行に必要な能力を定性的に定義している
3点	経営戦略遂行に必要な能力に関する KPI を設定している
4点	経営戦略遂行に必要な能力をレベルまで考慮して KPI を設定している
5点	経営戦略遂行に必要な能力を構造化して KPI を設定している

なお、2023年3月期では、それぞれの軸について0.5点の加点減点を行いましたが、2024年3月期では加点減点を行わないこととしました。

※加点減点の変更に伴い、2023年度のレーティングも見直しを行いました。