

KAFM-WJ 044

タイトル

人的資本と企業価値
—日本企業の実証分析と人的資本PBR—

著者

砂川伸幸（京都大学経営管理大学院教授）
三宅悠（日本事業承継パートナーズ株式会社代表取締役）
山口聖（甲南大学経営学部教授）

発行年月日

2025年10月25日

監修

人的資本と企業価値

—日本企業の実証分析と人的資本 PBR—

砂川伸幸（京都大学経営管理大学院教授）*

三宅悠（日本事業承継パートナーズ株式会社代表取締役）

山口聖（甲南大学経営学部教授）

要約

本稿では、人的資本投資と財務的な企業価値の関係性について議論する。欧米や日本の先行研究では、人的資本投資が財務指標や株式リターンに正の影響を与えることが報告されている。本稿では、日本の上場企業のデータを用いて、東京証券取引所（2023 年）以降、注目が高まっている PBR と人的資本投資の関係性について検証した。検証の結果、過去 3 年間や 5 年間の人的資本投資は、PBR に有意な正の影響を与えることが確認された。また、先駆的な企業事例を参考にして、個別企業の人的資本 ROI や人的資本 PBR の算出を試みた。人的資本 ROI が資本コストを上回り、人的資本 PBR が 1.0 を超える場合、人的資本投資は財務的な企業価値の向上に結び付く。

* corresponding author : isagawa.nobuyuki.3w@kyoto-u.ac.jp

1. 人的資本と財務・株価パフォーマンスに関する研究の動向

企業経営や組織の運営においては、有形・無形の資産に加え、人的資本が重要であることはいうまでもない。投資家の観点から企業価値や株式価値を評価する際にも、人的資本と経営戦略の関係性は重要なファクターになるといえる。図表1が示すように、生命保険協会（2025年）の調査レポートにおいても、投資家が考える中長期的な投資・財務戦略の最も重視すべき項目として、人材投資が挙げられている¹。

投資である人的資本投資が、企業や組織のパフォーマンスの向上に結びつくか否かは、実証的な課題である。欧米では、Human Resource Management (HRM) の領域において、人的資本投資と組織パフォーマンスの関係性を調査した研究が報告されている。Crook et al. (2011) は、このテーマに関する先行研究を用いてメタアナリシスを行い、人的資本がオペレーションの改善を介する間接的な経路と直接的な経路を通じて、組織のパフォーマンスに有意な正の効果を与えていることを報告している。Barrick et al. (2015) は、HRM が戦略的に実践される場合、組織のエンゲージメントを介して、企業の業績改善に結びつく可能性を指摘している。また、Peccei and Van De Voorde (2019) は、HRM とマネジメントの主要な学術誌に掲載された論文をレビューし、HRM が従業員のウェル・ビーイングを介して組織パフォーマンスを高めることを見出している。

ファイナンス関連の学会や学術誌においても、人的資本と財務指標や株価パフォーマンスとの関係性が注目されるテーマになりつつある。2010年代以降の学会のセッションタイトルでは、Labor Finance や Human Resource and Finance が増加しているようである。学術誌においても、人的資本投資と株価パフォーマンスの関係性を検証した研究が報告されている。

Eisfeldt and Papanikolaou (2013) は、販売費および一般管理費 (SG&A) を組織資本 (OP, Organization Capital) の指標とし、株式の超過リターンとの関係性を検証している。組織資本で5分位のポートフォリオを作成し、第5分位ポートフォリオ (OP 本が最も高い企業群) と第1分位ポートフォリオ (OP が最も

¹ 図表はすべて文末に掲載してある。

低い企業群)の超過リターンの差を調べたところ、前者が後者を有意に上回っていた。彼らの結果は、組織資本が高いほど、株価パフォーマンスが良好であることを示している。

Bae and Kang (2023) は、従業員一人当たりの SG&A と研究開発費 (R&D) を人的資本の質の指標 (HCQ, Human Capital Quality) として、HCQ と株価パフォーマンスとの関係性を検証している。検証の結果として、彼らは HCQ が高い企業の株価は長期的に良好なパフォーマンスをあげていること、その傾向は近年 (2019 年以降) においてより顕著になっていることを報告している (図表 2 参照)。

Sheng (2025) は、オンライン上の従業員サーベイデータを活用し、自社の将来に対する従業員の期待 (labor expectation) が高い企業の株価は、従業員の期待が低い企業の株価より有意に高いパフォーマンスをあげていることを報告している。人的資本投資と従業員の期待は正の関係にあると考えられるため、人的資本投資は株価パフォーマンスに正の効果をもたらすといえるであろう。

2. 日本企業の人的資本投資と財務・株価指標の関係性分析

日本の上場企業を対象とした研究には、山田・後藤 (2020年) や関西経済連合会 (2022年) がある。山田・後藤 (2020年) は、総資産に対する販管費の比率が高い企業ほど、リスク調整済みの超過リターンが有意に高い可能性 (販管費アノマリー) を報告している。

筆者の一人である砂川が関与した関西経済連合会 (2022年) の報告書では、日本の上場企業を対象として、ESG関連指標 (ESG Performance) と企業の財務指標 (Corporate Financial Performance) の関係性を分析している。ここでは、その中から人的資本投資に関する結果を紹介する。人的資本関連のデータは東洋経済の CSR 企業総覧、企業の財務データは、Financial QUEST から収集された。人的資本関連の指標としては、女性従業員比率、女性管理職比率、従業員平均年齢、従業員勤続年数、月平均残業時間、従業員の教育研修費用 (人材育成投資)、給与水準などが適用されている。被説明変数である財務指

標には、ROA（総資産利益率）と売上高成長率（従業員一人当たりの売上高の差分）が適用されている。

ステークホルダー仮説や関連する先行研究によると、人的資本投資の指標が高い企業は、重要なステークホルダーである従業員にとって魅力的であり、従業員のエンゲージメントの向上等を介して、財務パフォーマンスにポジティブな影響を与えることが予測される²。これも先行研究で示されているように、人的資本投資の効果が表れるまでには、ある程度のタイムラグが必要である。そこで、被説明変数（従属変数）の ROA と売上高についてはラグをとっている。例えば、ROA を用いた検証では、起点のROAと1年後～3年後のROAの差分（difference）を被説明変数としている。説明変数である人的資本関連の指標は、起点の数値を用いている。

検証の結果、人的資本とROAの関係について次のことが分かった。第一に、勤続年数はROAに正の効果、メンタルヘルスに伴う休職者数と離職者数はROAに負の効果を与えている。これは、会社での働きやすさが従業員のモチベーションやロイヤリティを通じて、財務パフォーマンスにポジティブな影響を与えるというステークホルダー仮説と整合的である。第二に、女性従業員比率はROAに正の効果を与えている。これは、従業員の多様性というファクターが企業の財務パフォーマンスに正の影響を与えるという仮説と整合的である。

人的資本と売上高成長率の関係については、従業員の勤続年数、教育研修費用と売上高成長率に正の効果が確認された。勤続年数が長いほど、一人当たり売上高の伸び率は大きくなる可能性がある。また、従業員に対する教育費用を投資し、人材の育成と学習機会を提供することで、売上高が成長する可能性がある。これらの結果は、日本の上場企業の人的資本施策が、財務パフォーマンスに好影響を与えていることを示唆している。

3. 日本企業の人的資本投資と PBR の関係性分析

東京証券取引所（2023 年）以降、日本の上場企業の PBR に対する注目が高ま

² Gillan et al. (2021), Huang (2021), Lu and Tayler (2016)などを参照。

っている。このセクションでは、筆者たちが行った日本の上場企業の PBR と人的資本投資の関係性を分析した結果を紹介する。サンプル期間は 2008 年 2 月から 2024 年 12 月、分析対象は東証 1 部・2 部の上場企業（2022 年 4 月以降はプライム・スタンダード市場の上場企業）である。公益や金融に属する企業と ROE がマイナスの企業は除外した。各種のデータは、日経 NEEDS-Financial QUEST から取得した。

人的資本投資の指標である HR は、先行研究に倣い、従業員一人当たりの SG&A と R&D の合計額とした。タイムラグを考慮して、は過去 3 年間の HR の平均値と過去 5 年間の平均値を用いた。その他のコントロール変数として、PBR に影響すると考えられる ROE（自己資本当期純利益率）、Size（総資産の自然対数）、Lev（負債÷総資産）、Div_ratio（配当性向）、Rep_ratio（自社株買い性向）、SGR（過去 1 年間の売上高成長率）を用いた。また、期間と業種による影響を調整するため、年度ダミーと業種ダミーを加えている。ROE を除く各数値について、上下 1% を超える値は 1% に対応する数値で置換する方法で winsorize している。ROE がマイナスのものは除外したため、ROE については同様の方法を用いて上側 1% で winsorize している。

図表 3 は、過去 3 年間の HR の平均値を用いた結果、図表 4 は過去 5 年間の HR の平均値を用いた結果である。各表のパネル (A) は 2008 年から 2024 年の期間（全期間）、パネル (B) は 2008 年から 2013 年の期間（前半期間）、パネル (C) は日本のコーポレートガバナンス改革が始まったとされる 2014 年から 2024 年の期間（後半期間）における分析結果を示している。

図表 3 と図表 4 から分かるように、いずれの期間においても HR の係数は有意な正の値となっている。このことは、過去の人的資本投資が PBR にポジティブな影響を与える可能性を示唆している。また、人的資本が PBR に与える影響は、人的資本に対する注目度が高まった後半期間ほど大きくなっていることも分かる。表には掲載していないが、人的資本投資の指標として、前期の値を用いた場合でも、結果は同じであった。日本企業の人的資本投資は、株式市場におけるポジティブな評価に結びつく可能性が高い。効率的な資本市場では、PBR は企業のファンダメンタルバリュー（企業価値）を表していると考えられる。した

がって、本セクションで示した検証結果は、日本の上場企業の人的資本投資が企業価値の向上に結びついている可能性を示しているといえる。

4. 人的資本 ROI と人的資本 PBR の事例

内閣官房・非財務情報可視化研究会（2022 年）の報告書「人的資本可視化指針」は、人的資本に関する資本市場への情報開示の在り方に焦点を当てたものである。そこでは、個別企業をイメージして、人的投資と ROIC や ROE という財務指標との関係性をツリーで示した例が掲載されている（図表 5 参照）。

このような潮流を受けて、先駆的な企業は人的資本投資を財務指標や企業価値の向上に結びつけようとする試みを行っている。図表 6 は、オムロンの人的創造性である。投資指標としての人件費を分母、財務的な効果指標である付加価値を分子としている。人的資本投資（人材開発投資、人件費伸び率など）を増加し、より付加価値を高め、現状 102%である人的創造性を 107%まで高めようという計画が示されている。

図表 7 は、東京電力グループの人的資本 ROI (Return on Investment) である。分母に人的資本投資の指標である人件費、分子に財務指標である営業利益と減価償却費の合計額 (EBITDA) が用いられている。2023 年度の人的 ROI は 2.21 であり、前年度から 1.96 上昇したことが報告されている。人的資本投資が奏功しているのであろう。

図表 8 は、オムロンや東京電力グループの事例を参考にして、人的資本 ROI と人的資本 PBR を算出したものである。標準的な投資計画のフレームワークを用いて、人的資本投資を行わないケース（現状）と人的資本投資を行うケースを比較している。人的投資を含む人件費を投資（投下資本）、付加価値を成果とみなし、各ケースの FCF（フリー・キャッシュフロー）を計算した（8 行目と 13 行目）。両ケースの FCF の差額である増分 FCF (15 行目) が評価の対象である。

投資の IRR は ROI や ROIC の加重平均になるため、IRR を人的資本 ROI とした。人的資本 ROI がベンチマークである資本コスト (WACC, 2 行目) を上回っているため、この人的資本投資は財務的な価値を創造することが期待され

る。人的資本 PBR は、投下資本の現在価値の和を分母とし、成果の現在価値の和を分子として算出した。算出方法から分かるように、人的資本投資の NPV（正味現在価値）がプラスであれば、人的資本 PBR は 1.0 を上回り、財務的な価値創造が期待される。このケースでは、人的資本 PBR が 1.0 を上回っているため、財務的な観点からも人的資本投資は好ましいと言える。

このように、人的資本投資とその成果を金額で表すことができれば、通常の投資評価と同様にして、人的資本投資の価値を財務的に算出し、企業価値の向上に寄与するかどうかという基準を用いて、人的資本投資を評価することができる。

5. まとめと課題

本稿では、近年の企業経営において重要性が増している人的資本投資と財務・株価指標との分析に関する先行研究を紹介し、日本の上場企業のデータを用いた実証分析と事例分析について説明をした。日本の上場企業のデータを用いた実証分析では、過去 3 年間で 5 年間にわたって行われた人的資本投資が PBR に有意な正の影響を与えることを検証した。また、人的資本投資の効果を数値で測定することができれば、標準的な投資評価の手法を用いて、人的資本 ROI や人的資本 PBR を算出できることを示した。このような試みが進めば、非財務といわれている人的資本投資が財務指標や企業価値に与える影響を算出し、企業価値向上の観点から人的資本投資を判断することができるであろう。

上場企業で進む人的資本投資であるが、未上場中小企業の人的資本投資は課題として残されている。上場企業と異なり、人材を含む経営資源が不足しがちな中小企業では、自社で人的資本投資の課題を解決することは困難であると考えられる。金融機関やプライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）のサポートは、課題解決の一つの手段になる。とくに、PE ファンドは、投資先企業の収益性と企業価値を高めるインセンティブが強く、経営に必要な外部の専門人材を招聘するノウハウを有しているとされるが、その実態は十分に解明されていない。日本の中小企業の人的資本投資を促進するためにも、PE ファンドを紹介した人的資本投資についての研究蓄積が望まれる。

引用文献

- Bae, J., and J. Kang, 2023, Human capital quality and stock returns, *Journal of Banking and Finance* 152 (Article Number 106857).
- Barrick, M., Thurgood, G., and T. Smith, 2015, Collective organizational engagement: Linking motivational antecedents, strategic implementation, and firm performance, *Academy of Management Journal* 58 (1), 111-135.
- Crook, T., Tood, S., Combs, J., Woehr, D., and D. Ketchen, Jr., 2011, Does human capital matter? A meta-analysis of the relationship between human capital and firm performance, *Journal of Applied Psychology* 96 (3), 443-456.
- Eisfeldt, A., and D. Papanikolaou, 2013, Organization capital and the cross-section of expected returns, *Journal of Finance* 68 (4), 1365-1406.
- Gillan, S., Koch, A., and L. Starks, 2021, Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance, *Journal of Corporate Finance* 66.
- Huang, D., 2021, Environmental, social, and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consideration, *Accounting and Finance* 61, 335-360.
- Lu, W., and M. Tayler, 2016, Which factors moderate the relationship between sustainability performance and financial performance? A meta-analysis study, *Journal of International Accounting Research* 15 (1), 1-15.
- Peccei, R., and K. Van De Voorde, 2019, Human resource management-well-

being-performance research revisited: Past, present, and future, *Human Resource Management Journal* 29, 539-563.

Sheng, J., 2025, Asset Pricing in the information age: Employee expectations and stock returns, *The Review of Asset Pricing Studies* 15, 74-101.

一般社団法人生命保険協会（2025 年）「生命保険会社の資産運用を通じた株式市場の活性化と持続可能な社会の実現に向けた取組について」

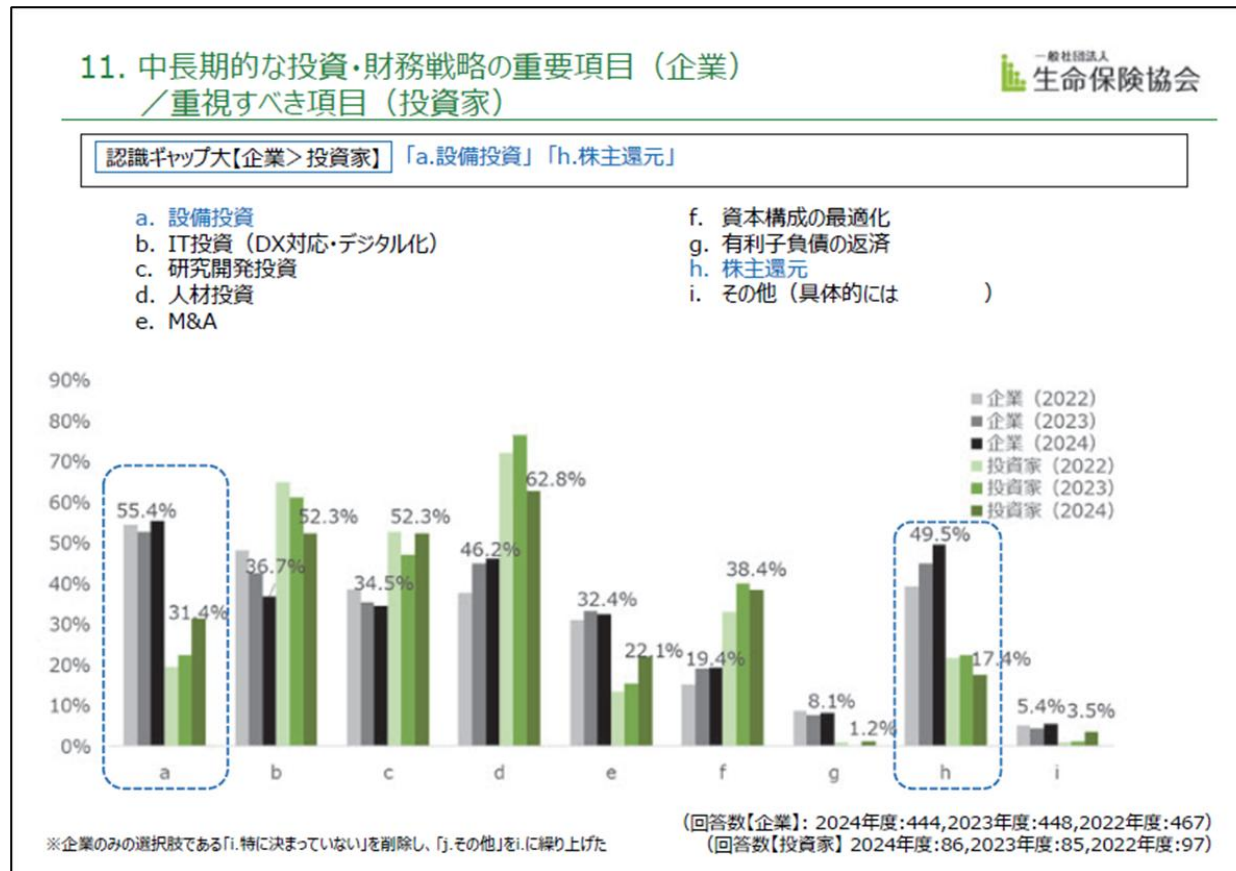
関西経済連合会（2022 年）「企業の社会的取組と経済価値の相関・因果関係の研究」調査報告書.

東京証券取引所（2023 年）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

内閣官房・非財務情報可視化研究会（2022 年）「人的資本可視化指針」

山田徹・後藤晋吾（2020 年）「日本株ファクターモデルに足りないものーデータマイニング法を用いた探訪ー」『現代ファイナンス』 No. 42, 37-69.

図表1：中長期的な投資・財務戦略において重視する項目



（出）生命保険協会（2025 年）

図表 2：人的資本のクオリティと株価パフォーマンス



Fig. 1. Time series of the H-L HCQ portfolio's cumulative return

This figure plots the time series of the H-L HCQ portfolio's cumulative return. The sample period is from July 1970 to June 2020.

(出) Bae and Kang (2023, Figure 1)

図表 3：日本企業の人的資本投資 PBR（3 年）

VARIABLES	(A) 2008-2024 PBR	(B) 2008-2013 PBR	(C) 2014-2024 PBR
HR (3)	0.0156*** (13.77)	0.0106*** (7.258)	0.0182*** (12.63)
ROE	11.74*** (54.58)	8.651*** (23.24)	12.73*** (49.36)
Size	-0.0219*** (-4.615)	0.0477*** (7.402)	-0.0406*** (-7.007)
Lev	-0.236*** (-5.342)	-0.00859 (-0.151)	-0.398*** (-6.920)
Div_ratio	0.333*** (23.85)	0.204*** (11.42)	0.381*** (19.52)
Rep_ratio	0.154*** (6.728)	0.115*** (3.840)	0.178*** (5.966)
SGR	1.507*** (19.70)	0.686*** (7.232)	1.835*** (18.54)
Constant	-0.131 (-0.911)	-0.0924 (-0.726)	-0.511*** (-3.177)
Observations	34,221	9,436	24,785
Adjusted R-squared	0.431	0.382	0.449

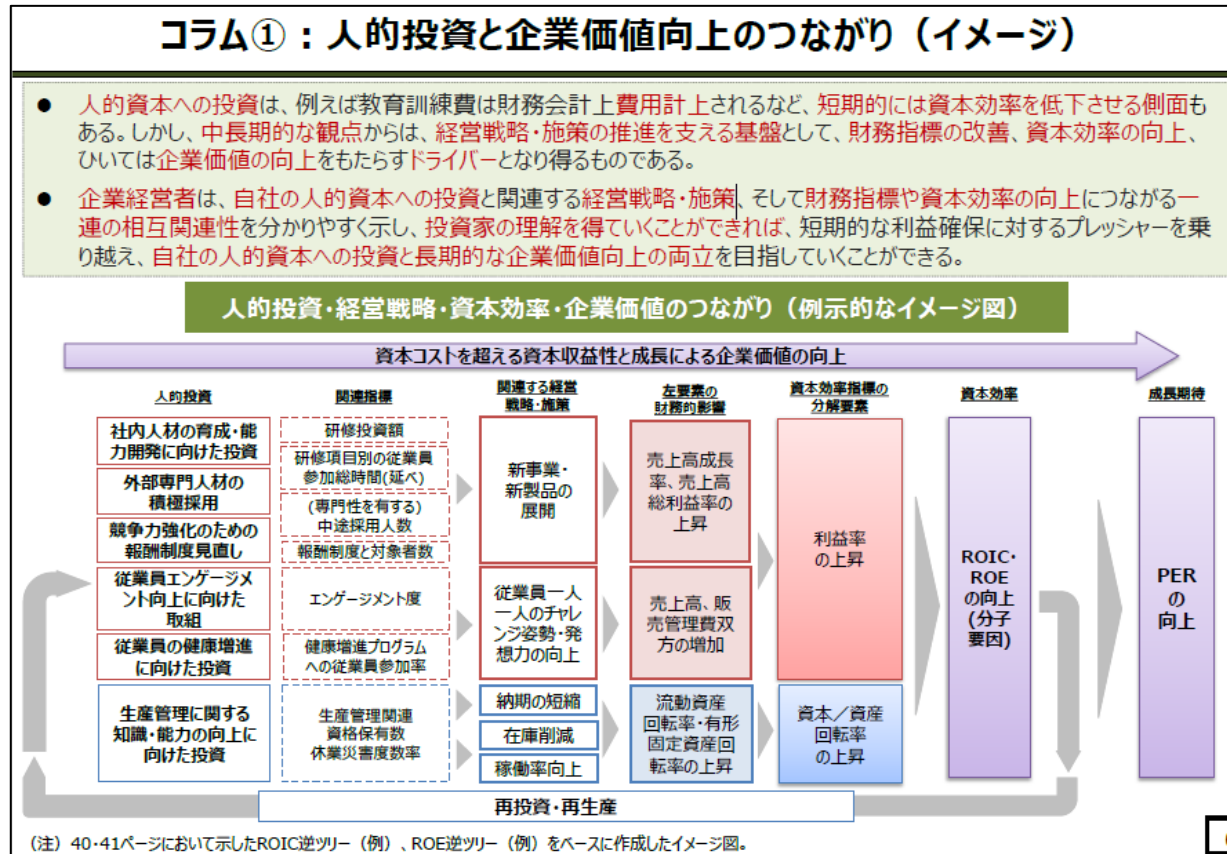
カッコ内はt値。***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

図表 4：日本企業の人的資本投資と PBR（5 年）

VARIABLES	(A) 2008-2024 PBR	(B) 2008-2013 PBR	(C) 2014-2024 PBR
HR (5)	0.0147*** (13.28)	0.0101*** (7.286)	0.0173*** (12.13)
ROE	11.69*** (54.08)	8.670*** (23.23)	12.68*** (48.80)
Size	-0.0174*** (-3.678)	0.0497*** (7.649)	-0.0360*** (-6.238)
Lev	-0.237*** (-5.371)	-0.0147 (-0.257)	-0.394*** (-6.849)
Div_ratio	0.332*** (23.80)	0.204*** (11.40)	0.380*** (19.51)
Rep_ratio	0.153*** (6.815)	0.115*** (3.826)	0.176*** (6.031)
SGR	1.438*** (19.00)	0.679*** (7.133)	1.749*** (17.80)
Constant	0.0443 (0.309)	-0.404* (-1.902)	0.474*** (2.802)
Observations	33,698	9,339	24,359
Adjusted R-squared	0.429	0.385	0.447

カッコ内はt値。***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

図表 5：人的資本投資と財務指標との関係性



(出) 内閣官房・非財務情報可視化研究会(2022年)

図表6：オムロンの人的創造性



(出) オムロン統合レポート 2022

図表7：東京電力グループの人的資本 ROI



(出) TEPCO 統合報告書 2024

図表 8：人的資本 ROI と人的資本 PBR の例

	A	B	C	D	E	F	G	H
1		人的資本投資の評価（人的資本ROI, 人的資本PBR）						
2		WACC	8%					
3		法人税率	30%					
4		人的資本投資を行わないケース（現状）		1	2	3	4	5
5		付加価値（計画）		840	850	860	870	880
6		人件費（人材投資含む：計画）		700	708	717	725	733
7		人的創造性		1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
8		FCF = (付加価値 - 人件費) * (1 - 法人税率))		98.0	99.2	100.3	101.5	102.7
9		人的資本投資を行うケース						
10		付加価値（計画）		840	855	870	880	900
11		人件費（人材投資含む：計画）		710	718	727	730	735
12		人的創造性		1.18	1.19	1.20	1.21	1.22
13		FCF = (付加価値 - 人件費) * (1 - 法人税率))		91.0	95.7	100.3	105.0	115.5
14		人的資本の評価		1	2	3	4	5
15		増分FCF		-7.0	-3.5	0.0	3.5	12.8
16		IRR/人的資本ROI	13.6%					
17		PV(増分FCFs)		-6.48	-3.00	0.00	2.57	8.73
18		人的資本PBR	1.192					
19								

（出）筆者作成