

HUMAN IS ALL YOU NEED

応募区分: 大学部門

チーム名: WisHub

チーム ID: SL2501795

学校: 東京大学(工学部)

学年: 3年

メンバー: 向井(リーダー), 白井, 中井

指導教員: 田中謙司 教授

要旨

近年、日本企業において人材の捉え方が「費用」から「資本」へと転換しており、人的資本に関する開示が求められている。これは新たな投資基準となっている一方で、単純な人的投資の規模、結果(従業員数、離職率、エンゲージメントスコア)という定量的指標の開示にとどまっている現実がある。これらは人的資本の評価の上で一定の意義がある。しかし、人材は自律的な意思決定主体であり、人的投資の規模、結果といった指標では観測できない相互作用や定性的過程があり、それらも本来考察されるべき事柄である。単純に人的投資の規模を拡大し、結果を求めることは必ずしも企業価値にはつながらない。

我々は、この問題に対して、既存の定量指標では測れない相互作用や定性的過程の一つである「企業文化」に着目する。ここでは企業文化を、組織内において行動の整合性を保つことで、利害不一致を構造的に抑制するものとする。その上で、「人的資本経営の枠組み(必要条件)」と「企業文化による行動整合(十分条件)」の両方を満たす企業こそが、中長期的な超過リターンを生み出すという投資仮説を立てた。

本稿の最大の特徴は、スクリーニング④における自然言語処理を用いた企業文化の定量評価である。Sentence-BERT や TF-IDF といった自然言語処理技術を用い、企業の「経営理念(MVV)」、「サステナビリティ開示」、「社員インタビュー」のテキストデータを定量化した。これによって、経営戦略と理念の整合性や、理念が現場社員の言葉として浸透しているか、および他社と異なる独自の文化を持っているかなど、近年開示されている定量的な指標では測れない、定性的な情報を分析することを可能にした。

目次

要旨	2
基礎学習	3
背景・投資テーマ	
背景	5
投資テーマ	6
スクリーニング	
概要	7
スクリーニング①	8
スクリーニング②	11
スクリーニング③	13
スクリーニング④	16
ポートフォリオの決定・銘柄紹介	
ポートフォリオ決定	20
銘柄紹介	21
パフォーマンス分析	25
自然言語処理を用いた企業文化(十分条件)の定量的評価	27
日経ストックリーグを通して学んだこと	27
参考文献	28

*レポート内では、法律や規約に則った上で AI 生成した画像を使用しております(表紙も含む)。

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1]生産し、[2]流通させ、[3]消費することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる [4]私的財と、政府が税金等を使って提供する [5]公共財とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である [6]企業、消費の主体である [7]家計、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である [8]政府がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの [9]現金通貨と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する [10]預金通貨とがある。
4. 国民の金融リテラシー向上を目的として 2024 年に設立された [11]金融経済教育推進機構は、金融経済教育の機会を幅広い年齢層に向けて全国的に提供することを目指し、学校や企業などに講師派遣や、セミナーなどを行っている。
5. 2024 年から始まった新 NISA に関する説明文のうち、正しいものは？ [12] d
 - a. 新 NISA では、資産を積極的に投資に振り向けることを目的に、年間投資額の上限が撤廃された。
 - b. 新 NISA には、毎月積み立てる「つみたて投資枠」と、対象商品が多い「成長投資枠」の 2 つの枠があり、どちらか一方を選択する。
 - c. 新 NISA では、複数の金融機関で NISA 口座を開設できる。
 - d. 新 NISA の口座は、18 歳以上であれば親の同意なしで作ることができる。
6. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちで構成される組織のほうが強さを増すという [13]ダイバーシティの重要性が指摘されている。
7. アメリカが離脱した TPP の基本的な内容を引き継いで締結された「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定 (CPTPP)」は、2024 年にイギリスが参加し現在は [14]12 か国となっている。一方、「地域的な包括的経済連携協定 ([15]RCEP)」は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に [16]15 か国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
8. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ [17] c
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. 貿易の自由化に加え、知的所有権や労働者の移動など、幅広い分野での協力を定めた協定を自由貿易協定 (FTA) と呼ぶ。
 - c. 自然災害等によりグローバルなサプライチェーン (供給連鎖) が分断されると、世界経済に悪影響が及ぶ懸念がある。
 - d. 近年の日本の国際収支統計をみると「第一次所得収支」が大幅な赤字を計上している。
9. SDGs17 の目標達成のために、どのように資金を集めるかが企業の課題となっており、二酸化炭素を大量に排出するなど環境負荷の大きな事業に対しては、金融機関が融資を停止する動きがある。これは [18]ダイベ

ストメントと呼ばれている。

10. 「持続可能な開発目標 (SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ (3つ以内)、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
 <p>8 働きがいも 経済成長も</p>	人的資本を主題とし、人材の働く環境についてもスクリーニングの評価項目として含めている点で関係しているためである。
 <p>5 ジェンダー平等を 実現しよう</p>	多様な視点を有する組織こそが強さを増すという認識のもと、スクリーニング指標に「女性管理職比率」を採用し、属性によらない公平な登用を組織基盤の質として評価しているためである。
 <p>4 質の高い教育を みんなに</p>	企業の実行基盤評価においてリスクリングや研修投資の実績を極めて重要な指標として重視しているためである。

11. 「ESG 投資」で重視する 3つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？ [19] b

- a. 経済 — 科学 — 成長
- b. 環境 — 社会 — 企業統治
- c. 効率 — 持続可能性 — 企業統治

12. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所 (東証) であるが、その他にも [20] 名古屋、[21] 福岡、[22] 札幌 に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。

13. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[23] 積立 の 3つが重要とされている。分散投資は [24] 資産 や、[25] 地域、[26] 時間 を分けることで安定した収益が期待出来る。

14. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ [27] c

- a. 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
- b. 積立投資には定量購入と定額購入の 2つがある。
- c. 積立投資は、元本が保証されている安全な投資方法である。
- d. ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。

15. 「人々の注目や関心が経済的な価値を持つ」ということから、SNS で特徴的なビジネスモデルとなっている一方、偽・誤情報の拡散や炎上を助長させる構造を有しており、世界各国で様々な対策や取り組みが進められている考え方はなにか。 [28] アテンション・エコノミー

16. 次のうち、株主から出資してもらったお金 (自己資本) をどのくらい上手に使って利益を上げているのかを見るための指標はどれか。 [29] a

- a. ROE
- b. 自己資本比率
- c. P E R
- d. P B R

① 現在地

近年、人的資本は企業経営における重要課題として位置づけられている。日本においても、コーポレート・コードの改訂や有価証券報告書における人的資本・多様性情報の開示義務化を背景に、企業は人材戦略や人材投資を明示的に説明することを求められるようになった。また、経済産業省は人材版伊藤レポート 2.0 を発表して人的資本経営の重要性を訴えている。

この背景には、人的資本が中長期的な企業価値成長を支える本質的な要素であるとの認識が、投資家・政府・企業などの間で共有されつつある。研修投資、人材の高度化といった人的資本への継続的な投資は、短期的にはコストとして収益を圧迫する一方で、中長期的には競争優位や持続的成長の源泉となり得るという共通認識が形成されているのである。実際、Mansor et al(2023)など、従業員エンゲージメントの水準が高い企業ほど、中長期的に高い付加価値創出や競争力を維持する傾向があることを示唆する研究も存在する。

一方で、現在主流となっている人的資本指標や開示水準は、その成長ポテンシャルを十分に表現できているのかということは、なお議論の余地が大きい。

② 日本企業における人的資本の特殊性と長期成長の経験(1980～2000 年代)

日本企業における人的資本の位置づけを考える上では、1980 年代から 2000 年代初頭にかけての企業成長の経験が重要な示唆を与える。この時期の日本企業では、終身雇用や年功賃金を前提とした内部労働市場が発達しており、人材は短期的な労働投入量ではなく、長期雇用を通じて企業固有の知識や技能を蓄積する存在として位置づけられていた。「平成 25 年版 労働経済の分析」の中でも、長期雇用を前提に長期的な視点に立って人材育成を行い、組織の一体感の醸成、企業特長的な能力の効率的な形成・蓄積のため、労働者の職業生涯を通じた全体で、その生産性に見合った賃金を支給することは合理的であったと考えられる、とされている。

こうした制度の下では、OJT や職務ローテーションを通じた現場学習が広く行われ、個人に帰属する技能というよりも、組織内に帰属する人的資本が形成されていった。その結果もあり、日本企業は 1980 年代を中心に、自動車や電機といった分野で高い国際競争力を獲得し、中長期的な企業成長を実現してきた。すなわち、人的資本への継続的な投資と、その組織的な活用が、企業価値創出に寄与し得ること自体は、日本企業の経験によってすでに示されており、認識されていたと言える。人的資本は、当時の日本の企業形態の中で暗黙的に重要視されていたのである。

重要なのは、この時代において人的資本が果たしていた役割は、必ずしも市場評価や開示を通じて可視化されていたわけではない点である。人的資本は、企業内部の制度や文化、日常的な業務の中に埋め込まれた暗黙的な資産として機能しており、その価値は外部から直接観測されにくかった。しかし、日本企業は人的資本を基盤とした競争優位を構築し、中長期的な成長を実現してきた。しかし、1990 年代以降、雇用の流動化や成果主義の導入が進展する中で、従来の人的資本蓄積モデルは揺らぎ始めた。

③ 無形資産への転換と人的資本の再評価(2000 年代)

2000 年代に入ると、IT 化やグローバル競争の進展を背景に、有形資産よりも無形資産が企業価値を左右するとの認識が広がった。研究開発、ブランド、組織能力と並び、人材の質や学習能力は競争優位の重要な源泉として重要視されるようになった。

この流れの中で、人的資本は注目を集めたものの、その価値は他の資産や財務指標とは異なり、測定や管理が難しく、企業間比較や投資判断に直接結びつけることは容易ではなかったとされている。人的資本の効果は、組織構造や意思決定プロセスといった文脈依存的要素に強く左右されるためである。

④ 制度化の進展(2010年代)

近年になって、人的資本が経営課題として重要視される背景には、ESG投資の拡大と非財務情報開示の制度化がある。2010年代以降、人的資本は「社会(S)」項目の中核となる要素として位置づけられ、投資家は企業に対して人材への投資方針や成果の説明を求めるようになった。実際に、日本有数の機関投資家である、GPIFもESG投資を行っており複数の報告書を公開している。

2018年に公表されたISO30414は、人的資本に関する国際的な開示フレームワークを提示し、人材投資や組織の状態を定量的に把握・比較するための共通フレームワークを整備した。これにより、人的資本は暗黙的に重要性が認知されていた概念から、測定・比較・評価のできる定量可能な対象となった。

この制度化は、人的資本を「測定可能な指標」に落とし込むことができるが、一方で、その価値創出のプロセスを部分的にしか捉えられないという問題も内包する。研修費用、人員構成、離職率や満足度などの人的投資の規模と結果は把握できるものの、これらは内部プロセスを表現できる指標ではない。人件費や取締役の属性比率などの定量指標が注目されるようになったが故に、定量的に表現できていない企業文化などの要素が見落とされるようになってきているのではないかと考える。加えて、それらがどのような行動や相互作用を通じて企業価値に結びつくのかという過程は、制度的開示の枠組みでは十分に説明されておらず、実証的な分析も十分になされていないと言える。実際に、金融庁(2025)が公開したレポートでは、企業の人的資本開示について海外投資家から「多

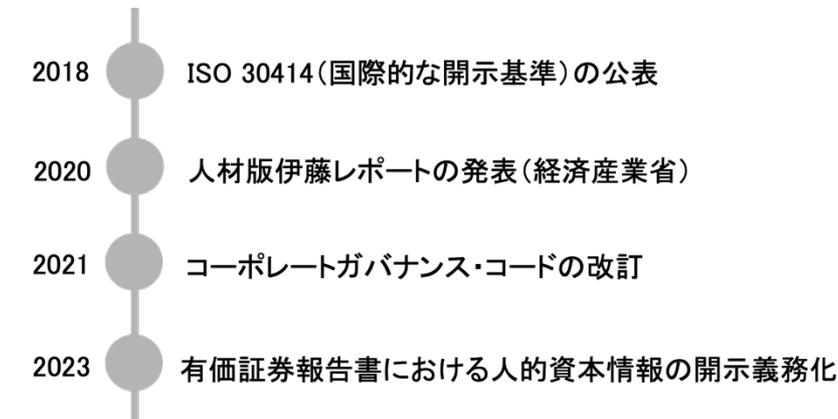


図1 近年の人的資本開示に関する出来事

くの企業はまだ試行錯誤の段階にある。指標を単純に列挙するだけで、淡白で表面的な開示になってしまうケースもある。背後にあるストーリーや文脈を伝える開示が望まれる。」や、「多くの企業は指標を開示しても、それを事業戦略や人的資本戦略と結びつけていないため、単なる開示になってしまう。人的資本を含む全てのサステナビリティ開示は戦略と連動しているべきである。」などの指摘もなされている。

⑤ 小括

以上のように、人的資本は歴史的に、中長期的な企業価値成長を支える本質的な要素であることは繰り返し示されており、暗黙的に認識されてきた。一方で、ビジネスモデルの転換により明示的に重要視され、定量的に可視化されることで、定量指標で表現される部分にばかり注目が集まるようになってきているとも言える。

このような状況で、現在の人的資本開示は、価値創出の前提条件を可視化する制度的基盤を整えつつあるものの、人的資本がどのような行動や相互関係を通じて企業価値に転換されるのかという核心部分は、なお評価が難しい領域として残されており、実態に即した人的資本の評価ができていない状況であると考えられる。

投資テーマ

人的資本の特有性「自立的主体としての不確実性」

上記の背景を踏まえ、本稿では現在の人的資本指標のみに基づく「単純な人材の資本化」では十分ではないという立場に立つ。

人的資本が他の無形資産と決定的に異なるのは、その担い手である人材が自律的な意思決定主体だということである。この特性は、人的資本の価値創出を、人的投資の規模の問題ではなく、個人と組織のインセンティブ構

造の問題へと転化させる。ここに従来の定量指標では測れない定性的過程があると考え。個人は独自の合理的判断を持つため、企業全体の利益と個人の短期的利益が必ずしも一致しない状況が生じる。この構造は、行動経済学やゲーム理論における「囚人のジレンマ」と同型である。例えば、フレックス制度の形骸化や情報の囲い込みといった行動は、個人にとっては短期的に合理的であっても、全体としては生産性低下を招く。このような行動を抑制できなければ、人的資本は価値創出の源泉ではなくなり、むしろ価値を毀損する恐れもある。つまり、単純に人的投資の規模を拡大し、定量的な結果を追求・評価すればいいわけではない。

この問題を前提とすると、人的資本を有効に活用する上で重要なのは、個人がどのような行動選択を行うか、それがどのような相互関係の中で形成されるかという過程である。ここで重要な役割を果たすのが企業文化である。企業文化は、公式な制度や評価指標とは異なり、従業員の行動選択に影響を与える暗黙的なインセンティブとして機能する。個々人が全体利得の最大化を志向するような価値観や行動規範が共有されている場合、個人の合理的選択は組織全体の価値創出と整合しやすくなる。一方で、企業文化といった抽象的事象は非常に評価が難しい。

本稿の投資テーマは、人的資本経営の枠組みを備えつつ、企業文化によって個々の従業員の行動が組織全体の長期的価値創出と整合する企業を見極めることにある。すなわち、「人的資本経営の枠組みを持ち、かつ企業文化によって組織内の利害不一致を構造的に抑制できている企業こそが、中長期的な成長余地（ α ）を有する」という仮説に基づき、投資対象を選別する。これによって、人的資本に関する従来の定量指標に定性分析を加えた投資の検証を行う。ここには、定性的過程にまで注目した人的資本のメカニズムの実例の検証という観点で意義があると考え。

以下では、まず人的資本を「投資対象」として捉える経営基盤が整備されているかという観点から、

「I 人的資本経営の必要条件」を確認する。その上で、制度や開示の整合性、従業員に関する各種指標や企業が発信する言語情報を通じて、

「II 企業文化をもとに人的資本が組織行動として実際に機能しているかという十分条件」が満たされているかを検証する。



図 2 投資テーマ

我々は投資家の立場として、人材に関する情報が開示されるようになった近年だからこそ収集できる会計データやサステナビリティに関する項目の開示に加え、公開情報である社員インタビューなどから企業文化といった価値創出の定性的過程を分析することで、定性的な人的資本分析を含む銘柄分析の有効性を検証することを目的とする。また、これによって、人的資本が真に企業価値を生む定性的過程を解明することに少しでも寄与できれば幸いである。

スクリーニング

本章では、前章の投資テーマをもとに実際に行ったスクリーニングについて記述する。

① 概要

スクリーニングでは、「人的資本経営の枠組みを持ち、かつ企業文化によって組織内の利害不一致を構造的に抑制できている企業」を特定することを目的とする。全上場企業約 4,000 社から、4 段階のステップを経て、最終

的に 20 社の投資ポートフォリオを構築する。

スクリーニング① 業界選定（人的資本経営「必要条件」の特定 | 業界単位）

目的: 業種単位で算出したスコアをもとに人的資本投資の効果が大きい業種を投資ユニバースとして選定。

手法: 4つの視点、6つの指標で東証 33 業種をスコアリング

- ・依存度(40%)： 人的資本構造比率、無形固定資産比率
- ・投資(25%)： 知識投資比率（研究開発費／人件費）
- ・効率(20%)： 労働生産性（営業利益／従業員数）
- ・基盤(15%)： 女性管理職比率、平均年間給与

スクリーニング② 人的資本スコアによる選定（人的資本経営「必要条件」の特定 | 企業単位）

目的: 同一業界内であっても、人的資本の活用度や投資姿勢には企業間で大きなばらつきが存在するため、より人的資本経営を行っている企業を選定。

手法: プール OLS モデル（Pooled OLS）を用いた回帰分析とその結果に基づくスコアリング。

スクリーニング③ 基盤評価（人的資本経営「必要条件」の特定 | 企業単位）

目的: ②で測定した定量的な結果が「意図的な経営戦略」に基づいているか、その潜在的なパフォーマンスを持続することが可能なガバナンスがあるかを確認し選定。

手法: 5 グループ 9 項目（12 点満点）でスコアリングし、8 点以上の企業を選別。Gemini API を活用し、有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」から具体的な記述を抽出・判定。

スクリーニング④ 企業文化の評価（人的資本「十分条件」の確認）

目的: 企業文化が「囚人のジレンマ型の利害不一致」を解消し、全体最適の行動を促しているかを自然言語処理で分析する。

手法: 企業情報を示す、テキスト情報を意味ベクトル、頻度ベクトルで表現し、一貫性、特異性を測定。

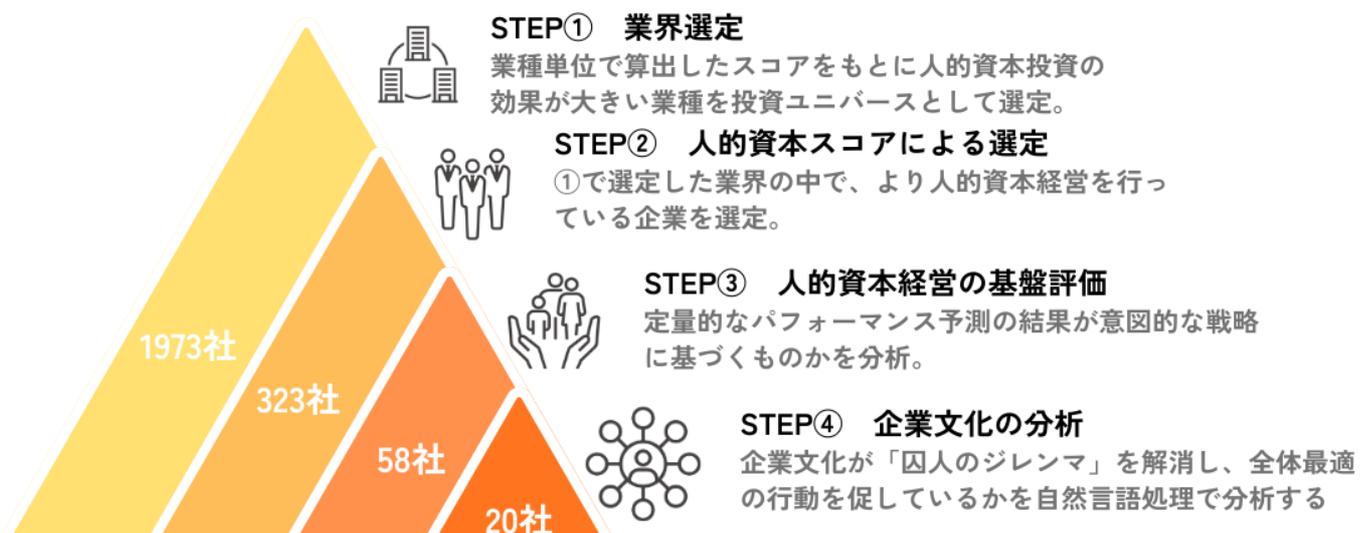


図 3 スクリーニングの概要

① 業界選定について



①-1. 目的：人的資本経営の「必要条件」を満たす土壌の特定

我々は「人的資本経営の枠組みの中で、カルチャーによって囚人のジレンマを解消している企業」で構成されるポートフォリオの構築がスクリーニングの最終目的である。しかし、これを全上場企業約 4,000 社に対して一律に適用することは適切ではないと考える。ビジネスモデルの構造によって、人的資本が企業価値に与えるインパクト、すなわち「人的資本感応度」は決定的に異なるからである。したがって、我々はスクリーニング①として、個別企業の分析に入る前に、「人的資本感応度」が高い、すなわち、人的資本への投資が企業価値の差異として現れやすいという条件を前提として設定した。ビジネスモデル自体が「人」と「知」に依存しており、人材への投資が企業成長として機能しやすい業種に絞り込むことで、後の工程で行う人的資本の構造分析の有効性を担保するためである。

①-2. 方針：データソースと分析プロセス

本分析における定量評価のプロセスは以下の通りである。

① データ収集：

EDINET より、全上場企業の直近 3 年分の有価証券報告書データを取得し、財務数値および人的資本関連の非財務データを抽出した。

② 指標算出：

後述する 4 つの視点（構造、投資、効率、基盤）で指標を定義し、計算した。

③ 業種平均の集約：

東証 33 業種区分に基づき、各指標の「業種別平均値」を算出した。

④ ランキング：

指標ごとに、業種別平均値でランキングを作成。

⑤ スコアリング：

順位をもとにスコアリング。（指標 A が n 位 → 指標 A のスコアを 34-n 点とした）

⑥ 最終スコアの計算

我々の仮説に基づき設定した重み付けを用いて加重平均を行い、総合スコアを算出した。

①-3. 手法：評価指標の定義と選定理由

業種ごとの特性を多角的に評価するため、以下の 4 つの視点から 6 つの指標を定義した。これらの指標により、人的資本への投資が企業価値の差異として現れやすい業界を選定する。なお、各スコアの右側の (%) は、総合スコア算出時における加重平均のウェイトを示している。

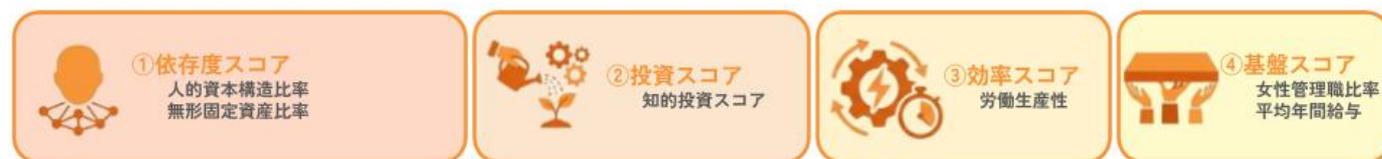


図 4 各スコアと比率

① 人的資本「依存度」指標(計 40%)

その業界のビジネスモデルが、物理的なモノ(有形固定資産)よりも、人(人的資本)や知(無形資産)にいかにか依存しているか、その構造的依存度を測る。

人的資本構造比率(20%)	定義の意図: 企業のコスト構造において、過去の設備投資の費用化である「減価償却費」と、現在の人的資源への対価である「人件費」のバランスを見る。この比率が高いほど、そのビジネスが生み出す付加価値の源泉が、機械設備ではなく人間に依存している構造にあると解釈する。
定義 人件費/(人件費+減価償却費)	

無形固定資産比率(20%)	定義の意図: BS(貸借対照表)上の資産構成において、ソフトウェア、特許、ブランド、のれん等の「無形資産」が占める割合を見る。これらは人材の知的活動の結果であり、この比率の高さは知識産業としての度合いとして解釈する。
定義 無形固定資産/総資産	

② 人的資本「投資」指標(計 25%)

人材を単なる労働力の提供者として消費するのではなく、新たな知識やイノベーションを生み出す源泉として投資しているかを測る。

知識投資比率(25%)	定義の意図: 支払われた人件費に対して、どれだけの資金が将来の価値創造のための研究開発に投下されているのかを示す。「売上高研究開発費比率」ではなく分母を人件費とすることで、その企業が抱える人材 1 単位あたりどれだけの「知識投資」を行なっているのかを元に、人材単位の生み出す価値の期待値と解釈する。
定義 研究開発費/人件費	

③ 人的資本「効率」指標(計 20%)

投下された人的資本が、実際に高い付加価値や利益として還元されているか、その投資対効果(ROI)を測る。

労働生産性(20%)	定義の意図: 従業員一人当たりが生み出す営業利益額である。人的資本への依存度が高くても、人的資本が本業において、稼ぐ力に効率的に転換されているか解釈する。
定義 営業利益/従業員数	

④ 人的資本「基盤」指標(計 15%)

人材が持続的に価値を発揮し続けるための組織基盤の質を測る指標である。

女性管理職比率(10%)	定義の意図: 組織内の多様性と、属性によらない登用の公平性を測る変数として解釈する。
定義 女性管理職比率	

平均年間給与(5%)	定義の意図: 高い報酬水準は、優秀な人材を惹きつけ、つなぎ止めるための最
------------	---

定義 平均年間給与	も基本的な投資であると考え、人材獲得・保持基盤として解釈する
--------------	--------------------------------

①-4. スクリーニング結果: 人的資本高感応領域の特定

東証 33 業種を対象に、直近 3 年のデータを用いて上記指標の平均値を算出し、スコアリングを行った結果、業種間で明確な傾向の差が見られた。

本分析の結果、総合スコア上位の 9 業種（情報・通信業、サービス業、医薬品、食料品、その他製品、その他金融業、電気機器、精密機器、化学）を選定した。我々は、これら 9 業種を、人的資本への投資が企業価値の差異として現れやすい領域として、「人的資本高感応領域」と定義する。

①-5. 考察: 上位業種の特徴

結果として、総合スコアの上位には以下の業種がランクインした。

1 位: 情報・通信業 (総合スコア 78.9)
人的資本構造比率、無形固定資産比率が共に全業種中トップクラスであり、 人材に強く依存する産業特性が示された。
2 位: サービス業 (総合スコア 75.2)
労働集約的でありながら、女性管理職比率や知識投資のスコアが高く、 人材の質と多様性がサービスの差別化要因となっていると推察される。
3 位: 医薬品 (総合スコア 73.9)
「知識投資比率」が全業種中で圧倒的に高く、 専門性の高い研究者・技術者への投資が企業の競争優位の源泉となっていると推察される。

この領域に属する企業群は、人材を「資本」として活用する土壌を持っており、我々の投資仮説である「企業文化をもとに人的資本が組織行動として実際に機能していること」が、実際の業績や企業価値 (α) の差としてより大きく発現する領域であると考えられる。したがって、本ポートフォリオ構築においては、この 9 業種を対象ユニバースとし、②以降のスクリーニングを行っていく。

装置産業における低スコア傾向

鉄鋼、海運業、鋳業、石油・石炭製品といった重厚長大な装置産業においては、「人的資本構造比率」および「無形固定資産比率」が著しく低位となった。これらの産業は、巨額の有形固定資産への投資がビジネスの前提となっており、相対的に人の行動変容が企業価値に与える感応度が低いという我々の事前の仮説がデータによって裏付けられた形となった。

② 個別企業の定量分析 前述の指標ベースでの分析



②-1. 目的: 個別企業の PBR 向上に資する企業の選定

①の業界選定では、人的資本への投資が企業価値の差異として現れやすいと考えられる業界を選定し、投資ユニバースとした。次に、この投資ユニバースの中で、個別企業の評価を行う。①の分析では、業種単位での分析

であり、同一業界内であっても、人的資本の活用度や投資姿勢には企業間で大きなばらつきが存在する。したがって、業界レベルで設定した評価指標を個別企業に適用し、業界内での相对比较を行うことで、人的資本経営の度合いがより高い企業を識別する必要がある。

②-2. 方針: 個別企業の PBR 向上に資する企業の選定

まず、スクリーニング①で使用した各指標について、業界内での偏差値を算出し、後述の分析をもとに定義したウェイトに基づいて、加重平均を算出した。これをスコアとしてスクリーニングを行なった。最終的なスコアは各指標の偏差値の加重平均として求めた。スクリーニングでは、一定の水準(今回では 52)を超えた企業を選定した。この基準値は、分析対象企業数と以降の定性的評価工程とのバランスを考慮し設定している。

②-3. 手法: 回帰分析によるウェイトの決定

スクリーニング②において、このウェイトが恣意的になることは本稿の妥当性を毀損すると考え、ウェイトを決定するための定量的な分析を行った。計量経済学の文脈では固定効果モデルを使用することが一般的になっているが、今回の分析ではデータが限られている中で、なんらかの重み決定の手がかりを見つけるために、プール OLS モデルで有意な結果を導いている。モデルの詳細は以下を参照。

業界内対数 PBR 偏差値の回帰説明モデル					
$\ln PBR_Score_i = \beta_0 + \beta_1 Intangible_i + \beta_2 Knowledge_i + \beta_3 Productivity_i + \beta_4 Salary_i + \beta_5 Female_Mgr_i + \beta_6 Human_Capital_Str_i + \gamma_1 Size_i + \gamma_2 LEV + \gamma_3 ROA_operating_i + \epsilon_i$					
係数と統計量					
係数	変数	変数名 (名前)	係数	P 値	有意か (5%水準)
β_0	-	const (定数項)	30.8966	0.000	有意
β_1	$Intangible_i$	無形固定資産比率業界内偏差値	0.1388	0.000	有意
β_2	$Knowledge_i$	知識投資比率業界内偏差値	0.0800	0.126	有意ではない
β_3	$Productivity_i$	労働生産性業界内偏差値	0.1283	0.000	有意
β_4	$Salary_i$	平均年間給与業界内偏差値	0.0710	0.001	有意
β_5	$Female_Mgr_i$	女性管理職比率業界内偏差値	0.0932	0.000	有意
β_6	$Human_Capital_Str_i$	人的資本構造比率業界内偏差値	0.1042	0.000	有意
γ_1	$Size_i$	総資産対数	-0.6318	0.000	有意
γ_2	LEV	負債比率	8.1302	0.000	有意
γ_3	$ROA_operating_i$	営業利益 ROA	0.0044	0.842	有意ではない

モデルの詳細

母集団: 投資ユニバースの 9 業界に所属する企業

目的変数: 33 業界区分内での PBR 偏差値(z 標準化)

説明変数: 以下、全て Z 標準化した後に、偏差値として計算(欠損値は 50 補完)

労働生産性、人的資本構造比率、無形固定資産比率、知識投資比率、女性管理職比率

制御変数: 企業規模, 負債比率, 収益率

投資ユニバース内の全企業について各指標の業界内偏差値で PBR の業界内偏差値を説明する Pooled OLS による分析を行った。このように PBR を非財務指標から説明する分析の先行事例として、柳(2018)の分析モデルや

GPIF(2025)の効果検証などがある。PBR については、会計期末の値を採用した。

* 会計期末の値を採用した理由は、人的資本関連指標の相対値への市場評価を含めない分析を行うためである。

このモデルをもとにスコア算出式を以下に決定した。

人的資本スコア算出式	
$HC_score_i = 0.226 \cdot Intangible_i + 0.130 \cdot Knowledge_i + 0.209 \cdot Productivity_i + 0.116 \cdot Salary_i + 0.152 \cdot FemaleMgri + 0.169 \cdot HumanCapitalStr_i$	
$Intangible_i$	無形固定資産比率業界内偏差値
$Knowledge_i$	知識投資比率業界内偏差値
$Productivity_i$	労働生産性業界内偏差値
$Salary_i$	平均年間給与業界内偏差値
$Female_Mgr_i$	女性管理職比率業界内偏差値
$Human_Capital_Str_i$	人的資本構造比率業界内偏差値

②-4. スクリーニング結果

スクリーニングの結果、各指標の業界内偏差値の加重平均スコアで、52 以上となった 323 社を選定した。

③ 個別企業の定量分析 | 基盤評価によるスクリーニング



③-1. 分析の狙い：「基盤」の精査

前節の定量分析により、人的資本効率が高く、PBR 向上に資する特性を持つ企業群（ハイ・パフォーマー）を抽出した。しかし、②で注目した財務的・非財務的数値は、外部環境や局所的な成功によって一時的に上振れし得る。したがって、抽出された結果が偶然の産物ではなく、企業としての意図的な戦略に基づき再現性をもって持続するのかを判断するには、数値だけでは不十分である。

そのためスクリーニング③では、②で抽出された「ハイ・パフォーマー」について、経営戦略と人材戦略を連動させ、実行するための「基盤」を備えているかを確認し、ハイ・パフォーマーの結果が意図的な戦略に基づき再現性をもって持続するものなのかを判断することを目的とする。

③-2. 方針：制度（A）と可視化（B）の定量化

ここでいう基盤とは、人的資本経営を継続運用するための仕組みであり、(A) **制度（実行の仕組み）** と、(B) **可視化（測定と説明・開示）** の二つから評価する。A は責任主体や推進体制、KPI の設計・運用といった「戦略の計画・実行のための構造・基盤」を指す。B は人材関連情報を整備し、指標として測定・管理し、その結果を社内外へ説明・開示する「改善サイクルを回す情報基盤」を指す。

人材版伊藤レポート 2.0 では「経営戦略と人材戦略の連動に関する責任者を明確にすることが、両戦略を連動させるための第一歩となる。」や「人的資本経営を本当の意味で実現させていくには、「経営戦略と連動した人材戦略をどう実践するか」と、「情報をどう可視化し、投資家に伝えていくか」の両輪での取組が重要となる。」と述べられ、責任主体の明確化や情報を可視化し投資家へ伝えることを必須条件としている。

スクリーニング③では、候補企業が人的資本経営を推進するための「A：制度」を有しているか、そしてその取組を投資家に対して「B：可視化」できているかの観点で精査する。また、本スクリーニングにおいては、恣意的な解釈を避けるため、主観的な定性評価ではなく、第三者が追試可能な公開情報に基づいて評価を行う。これは「未開示＝取組み無し」を断定するためではなく、投資判断における情報非対称を保守的に扱い、企業間で比較可能な形に揃えるためである。

A. 制度（実行の仕組み）の有無

人的資本経営が経営戦略と連動して継続運用される構造を備えているかを確認する。具体的には、CHRO等の責任主体の位置づけ、人的資本KPIの設計・運用、推進体制（会議体・方針の運用）など、戦略を実行に落とし込むためのガバナンスの有無を評価対象とする。

B. 可視化（測定と説明・開示）の水準

抽象的な方針の記述に留まらず、エンゲージメントスコアやその推移、制度の運用状況等の「具体的なデータ・情報」が提示されているかを確認する。

③-3. 分析方法：基盤を表現する指標

スクリーニング③で用いる指標は、③-1で定義した基盤（A：制度、B：可視化）を、公開情報から追試可能な形で観測するために定義した。指標の定義にあたっては、人材版伊藤レポート2.0が人的資本経営の実装に必要な要素として、KPIの設定、人事情報基盤の整備、社員エンゲージメントの把握、社内ポジションの公募制化、リスキル・学び直し支援等を具体的に挙げている点を根拠とし、これらを投資判断に適した観測項目とした。定義した9つの指標は、人的資本経営の運用サイクル（推進、制度、投資、実行、還元）に沿って5グループに分類した。なお採点は、単なる言及と、数値・推移・投資実績まで伴う「可視化の強度」を区別するため、(0,1)評価と(0,1,2)評価を併用する。具体的には、制度の有無を確認できれば足りる項目は(0,1)で、言及に加えて定量的な開示があるほど成熟度が高い項目は(0,1,2)で評価する。

推進基盤

人的資本経営は人事部門の施策ではなく、経営上で重要視されるべき議題である。変革を推進する担当者が経営層に存在するかという推進体制を問う。

CHRO の設置	検証方法：
定義 「CHRO」「最高人事責任者」「人事担当役員」が明確に設置されているか	会社 HP に人事担当役員や、CHRO、最高人事責任者などが明記されているかを(0, 1)で評価。

制度基盤

人材が自律的に動き、組織内で適材適所が自然と実現される制度があるかを問う。

ジョブ型雇用	検証方法：
定義 ジョブ型雇用制度の有無	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1)で評価。
社内公募制度の活性化	検証方法：

定義 「社内公募制度」「FA 制度」等の手挙げ式異動制度の有無	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1)で評価。
採用戦略	検証方法:
定義 多角的な獲得戦略について具体的な記述があるか	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1)で評価。

投資基盤

人材を資本と捉えて、育成などに投資する姿勢があるかを問う。

研修・ラーニング	検証方法:
定義 従業員が自発的に学べる環境と、その投資実績が開示されているか。	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1, 2)で評価。
リスクリング	検証方法:
定義 従業員に新たなスキル習得を促す具体的な「リスクリング施策」への言及があるか。	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1)で評価。

実行基盤

投下された人的資本が、実際に高い付加価値や利益として還元されているか、その投資対効果を測る。

従業員エンゲージメントスコア	検証方法:
定義 従業員エンゲージメントへの言及があるか、そのスコアや結果を定量的に開示しているか。	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1, 2)で評価。
有給・福利厚生制度の稼働率	検証方法:
定義 有給休暇取得率、男性育休取得率など、制度への言及があるか、利用実績が具体的な数値として開示されているか	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1, 2)で評価。

還元基盤

人的資本投資が生み出した付加価値が、適切に従業員へと分配され、次の成長への原資として循環しているかを問う。

賃上げ	検証方法:
定義 平均年間給与の増額、ベースアップの実施、あるいは初任給の引き上げなど、報酬水準の向上に関する具体的な実績があるか	有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄を Gemini API(gemini-2.5-flash)で抽出し、(0, 1)で評価。

③-4. スクリーニング結果

スクリーニングの結果、上記9項目の合計点が12点中8点以上の58社を選別した。



④ 企業文化の評価によるスクリーニング

④-1. 分析の狙い：人的資本を真に有効活用している企業の選別

スクリーニング①～③を通じて、投資仮説の必要条件である「人的資本経営の枠組みを有しているか」という点について評価を行った。本稿では、人的資本経営の枠組みを前提とした上で、企業文化という虚構を通じて、従業員各人が全体利得を指向する行動をとっている企業にこそ、超過的な成長余地（ α ）が存在すると考えている。そのため、スクリーニング④では、①～③により必要条件を満たした企業群を対象に、投資仮説における後半部分である「企業文化によって組織内の利害不一致を構造的に抑制できているか」という観点から企業を選別し、投資仮説に対する「充分性」を満たしているかを確認することを目的とする。

④-2. 方針：企業文化をどのように捉えるか

企業文化は、公式な制度や評価指標とは異なる形で従業員の行動選択に影響を与える“暗黙的なインセンティブ”として機能し得る。スクリーニング④では、この「企業文化が行動を整合させる働き」が企業内で実効的に成立・浸透しているかを、公開情報から捉える。一方で、企業文化は制度や財務指標のように直接観測できる定量指標ではなく、主観評価に依存しやすい概念である。そこで本分析では、企業文化が最も明示的に表出する情報として、以下の3種類の企業が発信するテキスト情報に注目する。

これらは、いずれも企業の意思で公開されるオープンソース情報であり、企業文化の「表出」として一定の妥当性を持つと考えた。ただし、テキストを集めるだけでは投資判断に耐える形で比較・評価できない。そのため、企業文化を **(A) 一貫性** と **(B) 特異性（独自性）** の二つの観点に分解して定量評価する方針を採用する。

A. 一貫性（文化が機能していること条件）

一貫性とは、(1) 経営の施策として具体化され、(2) 従業員の認識に浸透し、行動・判断の基準として機能している度合いを指す。囚人のジレンマ型の不一致を抑えるには、価値観や行動規範が共有され、個人の合理的選択が組織全体の価値創出と整合しやすい状態が必要になる。これを踏まえて、一貫性は、理念と経営陣の整合（戦略整合）と、理念と社員の整合（文化浸透）の二面から捉える。どちらか一方では機能している文化とは言いにくい。このため本分析では、戦略整合と文化浸透を同等に重視する設計としている。

B. 特異性

特異性（独自性）とは、企業文化という行動原理が、どの程度その企業に固有の存在であることを示す。語彙選択や意味内容が他社と異なる形で反復・強調されている場合、それは当該企業の事業特性・歴史・組織運用と結びついた、固有の意思決定様式や協働ルールを反映している可能性がある。したがって、特異性は、一貫性で捉えた「文化の機能性」を、投資テーマへ接続するための補助的な加点軸として位置づける。

④-3. 分析手法：自然言語処理手法による分析

本分析では、「一貫性」と「特異性」を算出するにあたり、可変長テキストを自然言語処理手法によりベクトル化する定量化手法を用いる。そのベクトル化においては**意味ベクトル**と**頻度ベクトル**の両者を使用する。意味ベクトルは「何を語っているのか」という意味的特徴をベクトルで表現し、頻度ベクトルは「どのような言葉を繰り返し用いているか」という語彙選択・言語使用の偏り（表層的特徴）をベクトルで表現する。また、このベクトル化に際して、恣意的なクレンジングや人為的な特徴設計が評価結果に影響を与えることを避けるため、テキ

ストの前処理は最小限にとどめている。特定の語彙選別や意味付けは行わず、公開されている文章を原文に近い形で分析対象とした。MVV・企業理念は Mission / Vision / Value / 企業理念 / 行動規範 など複数項目を連結して単一テキストに統合し、企業の「価値観テキスト」として扱うことにした。

(1) 意味ベクトル：Sentence-BERT による文埋め込み

意味ベクトルは、自然言語処理モデル Sentence-BERT により得られる埋め込みベクトルとする。これにより、文章（可変長テキスト）を同次元の固定長ベクトルとして表現し、意味的近さをコサイン類似度として比較可能にする。同じような意味のテキスト同士は同じようなベクトル表現になり、コサイン類似度が大きくなる。

意味ベクトル | 「何を語っているのか」

$$s_t^{(i)} = \text{SBERT!}(\mathcal{T}_t^{(i)})$$

$\mathcal{T}_t^{(i)}$: 企業iの価値観テキスト

(2) 頻度ベクトル：TF-IDF による語彙使用の表現

頻度ベクトルは、TF-IDF 分析により得られる各文章のベクトル表現とする。これは文章内で単語がどのように出現するか（頻度と希少性）を表現し、表層的な語彙選択の特徴を捉える。この頻度ベクトルにより企業の文化がどの程度ほかの企業と異なっているか、すなわち企業文化の固有度を測ることができると考える。

頻度ベクトル | 「どれくらい独自の言葉を使っているか」

$$f_t^{(i)} = \left(\text{tfidf}(w_1, \mathcal{T}_t^{(i)}), \dots, \text{tfidf}(w_K, \mathcal{T}_t^{(i)}) \right)$$

$$\text{tfidf}(w, \mathcal{T}) = \text{tf}(w, \mathcal{T}) \cdot \log e \frac{N}{\text{df}(w)}$$

語彙集合: $\mathcal{V} = \{w_1, w_2, \dots, w_K\}$

以上の2種類のベクトル表現（意味的特徴と表現的特徴）をもとに、企業文化を一貫性と特異性の観点からスコアリングする。

A. 一貫性（企業文化の組織内浸透度・反映度）

一貫性は、企業文化（MVV）がどの程度「経営方針・制度」に反映され、さらに社員に浸透しているかを表す指標と解釈する。本分析では、一貫性を次の2つの一致度として測定する。

(A-1) MVV × サステナビリティ開示の一貫性（戦略的整合性）

企業理念（MVV）が、サステナビリティに関する取り組みにおいてどの程度 MVV を基にしてどの程度具体的な制度・施策として語られているかを、MVV と開示テキストの意味的近さとして測定する。

企業文化と経営戦略の整合性

$$s_{MVV}^{(i)} = \text{SBERT!}(T_{MVV}^{(i)}), s_{SUS}^{(i)} = \text{SBERT!}(T_{SUS}^{(i)})$$

$$\text{コサイン類似度 Consistency}_{\text{strategy}}^{(i)} = \cos(s_{MVV}^{(i)}, s_{SUS}^{(i)})$$

$\text{Consistency}_{\text{strategy}}^{(i)}$	MVV と開示テキストの意味的近さ。値が大きいほど「理念が対外的な人的資本施策と整合している（理念が施策へ落ちている）」と解釈する。
$T_{MVV}^{(i)}$	企業 i の価値観テキスト

$T_{SUS}^{(i)}$	企業 <i>i</i> の有価証券報告書のサステナビリティに関する取り組み
$s_{MVV}^{(i)}$	企業 <i>i</i> の価値観テキストの意味ベクトル
$s_{SUS}^{(i)}$	企業 <i>i</i> の有価証券報告書のサステナビリティに関する取り組み の意味ベクトル

(A-2) MVV × 社員インタビューの一貫性（企業文化の組織内浸透）

社員インタビュー／社員メッセージは、企業文化が従業員の日常的な語りに浸透しているかを示す情報である。そこで、社員が語る内容と企業が掲げる理念（MVV）の意味的近さを、組織内浸透の指標として定義する。

企業文化の組織内浸透	
$s_{MVV}^{(i)} = \text{SBERT!}(T_{MVV}^{(i)}), s_p^{(i)} = \text{SBERT!}(T_p^{(i)})$ $c_p^{(i)} = \cos(s_p^{(i)}, s_{MVV}^{(i)})$ $\text{Consistency}_{\text{culture,raw}}^{(i)} = \frac{1}{n_i} \sum_{p \in P_i} c_p^{(i)}$ $w(n_i) = \frac{\log(1+n_i)}{\log(1+10)} (0 < w(n_i) \leq 1)$ $\text{Consistency}_{\text{culture}}^{(i)} = w(n_i) \cdot \text{Consistency}_{\text{culture,raw}}^{(i)}$	
$T_{MVV}^{(i)}$	企業 <i>i</i> の価値観テキスト
$T_p^{(i)}$	企業 <i>i</i> の社員 <i>p</i> のインタビューテキスト
$s_{MVV}^{(i)}$	企業 <i>i</i> の価値観テキストの意味ベクトル
$s_p^{(i)}$	企業 <i>i</i> の社員 <i>p</i> のインタビューテキストの意味ベクトル
$c_p^{(i)}$	企業 <i>i</i> の社員 <i>p</i> のインタビューと MVV のコサイン類似度。値が高いほど「社員の語りが理念と整合しており、理念が行動・判断基準として機能している」状態を示す。
$\text{Consistency}_{\text{culture,raw}}^{(i)}$	企業 <i>i</i> の各社員 <i>p</i> と MVV の一致度をコサイン類似度の平均
$w(n_i)$	企業によって取得できたインタビュー人数 n_i に応じた信頼性係数（ペナルティ）。対数スケーリングを行う。
$\text{Consistency}_{\text{culture}}^{(i)}$	$\text{Consistency}_{\text{culture,raw}}^{(i)}$ にペナルティを乗じた最終的な文化浸透スコア
<p>（補足）ここで $T_p^{(i)}$ は、同一社員のインタビューが複数の設問・回答に分かれている場合、結合して「1人＝1テキスト」として構成する。また、企業間で取得可能なインタビュー人数が異なることによるバイアスを抑えるため、企業 <i>i</i> において取得できた社員集合を P_i としたとき、分析対象人数を $n_i = P_i , n_i \leq 10$ となるように 最大10名 に統一する（10名を超える場合は上位表示10件を採用し、10名未満の場合は取得できた全件を用い、10名未満の場合がペナルティを課す）。</p>	

B. 特異性

特異性は、行動原理としての企業文化がどの程度「固有の存在」なのかを測る指標と解釈する。企業文化の「独自性」は、言っている内容（意味）が独自である場合と、使う言葉の選び方（語彙）が独自である場合があり得る。両者は一致しないこともあるため、本分析では特異性を **意味的特異性** と **語彙的特異性** の2つで測定する。

(B-1) 意味的特異性（平均的MVVからの距離）

意味的特異性では、第三スクリーニング後の59社の企業群の価値観テキストから得られた「平均的な意味ベクトル（重心）」（平均的MVV）からのコサイン距離により、各社の価値観がどれだけ他社と差別化、つまりどれ

だけ固有のものとなっているかを測定する。

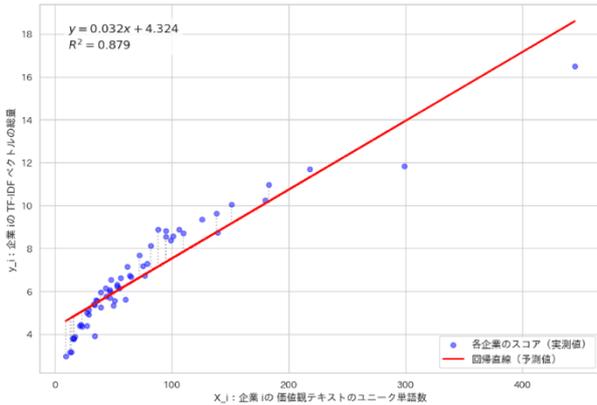
意味的特異性	
$s_{MVV}^{(i)} = \text{SBERT!}(T_{MVV}^{(i)})$ $\bar{s} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N s_{MVV}^{(i)}$ $\text{Uniq}_{\text{semantic}}^{(i)} = 1 - \cos(s_{MVV}^{(i)}, \bar{s})$	
$\text{Uniq}_{\text{semantic}}^{(i)}$	企業 i の価値観テキストの意味的特異性。値が大きいほど「一般的な価値観（平均）から離れており、固有の企業文化を持つ」と解釈する。
$s_{MVV}^{(i)}$	企業 i の価値観テキストの意味ベクトル
\bar{s}	59 社の平均的意味ベクトル（平均的 MVV）
N	第 3 スクリーニング後の 59 社

(B-2) 語彙的特異性（TF-IDF 分析 合計と単語数バイアス除去）

語彙的特異性は、TF-IDF により得られる価値観テキストで用いられている語彙の出現頻度に基づくスコア（語彙の希少性・強調度）の合計値として定義する。ただし、文章が長いほどスコア合計が大きくなりやすいという単語数バイアスを受けるため、単語数バイアスを排除した調整を行う。

語彙的特異性	
$v^{(i)} = (tfidf(w_1, T^{(i)}), \dots, tfidf(w_K, T^{(i)}))$ $y_i = \sum_{k=1}^K tfidf(w_k, T^{(i)})$ $\mathcal{U}_i = \{w_k \in \mathcal{V} \mid \text{count}(w_k, T^{(i)}) > 0\}$ $X_i = \mathcal{U}_i $ $\hat{y}_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}X_i$ $U_{\text{freq}}^{(i)} = y_i - \hat{y}_i = y_i - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}X_i)$	
$T_{MVV}^{(i)}$	企業 i の価値観テキスト
w_i	企業 i の価値観テキストの語彙集合
$v^{(i)}$	企業 i の TF-IDF ベクトル
y_i	企業 i の TF-IDF ベクトルの総量。「他社ではあまり使われない語を、当該社が強く用いている」ほど大きくなるため、語彙選択に基づく独自性を表す。しかし、文章が長い（語彙が多い）と機械的に大きくなる傾向があるため補正が必要。
\mathcal{U}_i	企業 i の 価値観テキストのユニーク単語集合
X_i	企業 i の 価値観テキストのユニーク単語数
$\hat{\alpha}, \hat{\beta}$	y_i を X_i で単回帰したときの推定パラメータ
$U_{\text{freq}}^{(i)}$	語彙的特異性。企業 i の単語数により期待される TF-IDF 合計値(単語数で説明できる成分)を除去した値。正で大きい企業ほど「語彙数の多さだけでは説明できないほど IDF の高い語（他社で出にくい語） を含む」企業であると解釈できる。負の場合は「語彙数の割に一般的な語彙が多い」ことを意味する。すなわち、正で大きい企業ほど「固有」の企業文化を持つと解釈する。
(補足)	

$$(\hat{\alpha}, \hat{\beta}) = \arg \min_{\alpha, \beta} \sum_{i \in J} (y_i - \alpha - \beta X_i)^2$$



$$\hat{y}_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta} X_i$$

として回帰分析された直線が左図の直線となり、価値観テキストに含まれる語数に対する TF-IDF ベクトルの総量の予測値となる。この予測値よりも大きいものは語彙的特異性がプラスとなり、小さいものは語彙的特異性がマイナスとなる。

図 5 単語数による特異度スコアの回帰分析

(C) 企業文化総合スコア (加重統合)

以上を踏まえ、企業 i の第四スクリーニングの総合スコアを

企業文化総合スコア

$$\text{Final}^{(i)} = W_{\text{strategy}} \cdot \text{Consistency}_{\text{strategy}}^{(i)} + W_{\text{culture}} \cdot \text{Consistency}_{\text{culture}}^{(i)} + W_{\text{uniq}} \cdot (\text{Uniq}_{\text{semantic}}^{(i)} + \text{Uniq}_{\text{freq}}^{(i)})$$

$$W_{\text{strategy}} = 0.4, W_{\text{culture}} = 0.4, W_{\text{uniq}} = 0.2$$

「理念が施策に落ちているか (戦略整合)」と「理念が社員に浸透しているか (文化浸透)」を同等に重視しつつ、「独自性」を補助的に加点する設計とした。

④-4. 分析結果:

分析の結果、企業文化総合スコア上位の企業を 59 社から 20 企業選定した。

ポートフォリオの決定・銘柄紹介

スクリーニングの結果、20 社を選定した。本章では、ポートフォリオの配分決定、各銘柄の紹介、そしてパフォーマンスの分析を行う。

① ポートフォリオ決定

本章では、4 段階のスクリーニングを経て選出された 20 社をもとに、最終的な投資配分を決定し、ポートフォリオを構築する。選出された企業 20 社は、以下の表に記載の通りである。

まず、現代ポートフォリオ理論 (MPT) に基づく平均分散アプローチにより配分を算出したが、過去の株価データのみ依存した結果、資金が一部の銘柄に過度に集中する配分となった。本レポートの目的は、「人的資本経営と企業カルチャーによって組織内の利害不一致を抑制できている企業が、中長期的な成長余地 (α) を有する」という仮説の検証にあるため、このような配分は主旨にそぐわないと

判断した。そのため、ポートフォリオとしての理論的安定性を担保しつつ、今回の投資テーマを色濃く反映させるための解決策として、投資総額 500 万円を以下の 2 つの手法で分割して決定するハイブリッド手法を採用し

企業略称	投資配分
ラクスル	34.94%
I-ne	30.37%
カルビー	13.75%
富士通	8.89%
デクセリアルズ	6.73%
パナソニック HD	5.32%

表 1 MPT のみで決定した投資比率

た。

そこで、理論的な安定性を確保しつつ投資テーマを反映させるため、投資総額 500 万円を 2 つの手法に分けて配分するハイブリッド手法を採用した。1 つ目は、MPT に基づき算出した配分に対し、1 銘柄あたりの上限を 15% とする制約を設ける方法である。2 つ目は、スクリーニング過程で算出した「人的資本スコア」を用い、スコアを正規化した上で各銘柄へ比例配分する定性的アプローチである。

コード	企業名	コード	企業名
9984	ソフトバンクグループ株式会社	7198	SBI アルヒ株式会社
2175	株式会社エス・エム・エス	2802	味の素株式会社
4344	ソースネクスト株式会社	4519	中外製薬株式会社
3407	旭化成株式会社	2229	カルビー株式会社
4384	ラクスル株式会社	6702	富士通株式会社
9759	株式会社 NSD	2379	ディップ株式会社
4448	株式会社 kubell	7846	株式会社パイロットコーポレーション
2587	サントリー食品インターナショナル株式会社	4887	サワイグループホールディングス株式会社
7345	株式会社アイ・パートナーズフィナンシャル	6752	パナソニックホールディングス株式会社
4980	デクセリアルズ株式会社	4933	株式会社 I-ne

表 2 投資先一覧

②銘柄紹介

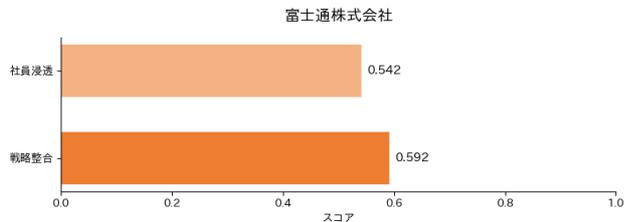
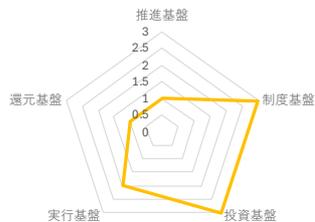
投資対象の企業について以下で、投資配分や、ここまでのスクリーニングでのスコアとともに記載する。また、各企業については以下の形式で記述する。

コード	企業名	東証業種区分	投資配分
	企業と人的資本経営・企業文化について		
②スコア			
③スコア			
④スコア			

以下が、ポートフォリオとして選定した企業である。

6702	富士通株式会社	電気機器	10.025% 501,250 円
「イノベーションによる社会課題解決」を掲げ、全社的なジョブ型人事制度の導入や「Work Life Shift」を推進。人的資本 ROI などの非財務 KPI と企業価値の連動を明確化し、DX 人材へのリスクリング投資を積極的に開示している			
53.98			

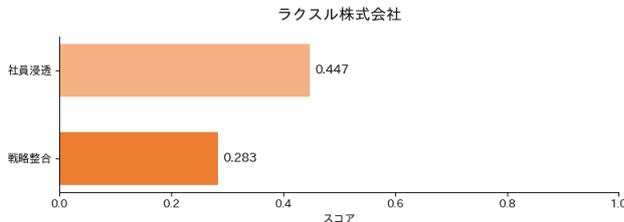
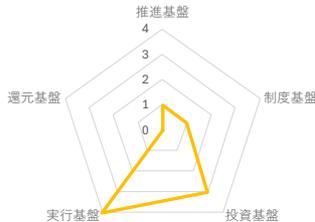
0.527



4384 **ラクスル株式会社** **情報・通信業** 10.015% 500,750 円

「仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる」というビジョンの浸透度が高く、社員のオーナーシップ(当事者意識)とテクノロジー活用を重視する、自律的かつ高生産性な組織文化が強み。

52.64



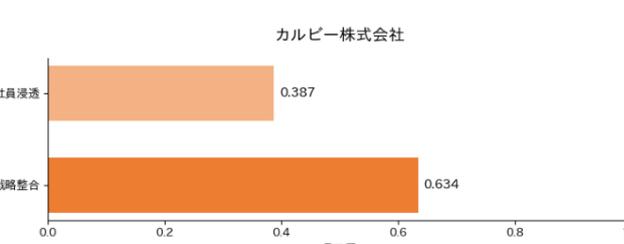
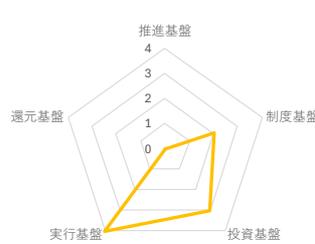
9

0.637

2229 **カルビー株式会社** **食料品** 9.915% 495,750 円

早期からダイバーシティと柔軟な働き方を経営戦略として推進。利他を大事にする企業文化で、全員活躍を掲げ、従業員の主体的に力を発揮できるようにする。

54.76



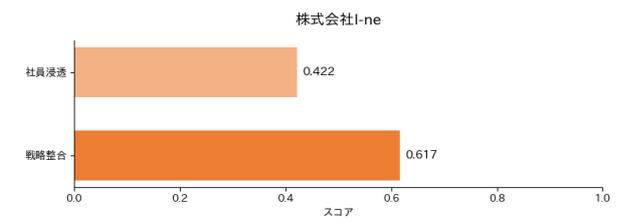
9

0.528

4933 **株式会社I-ne** **化学** 9.89% 494,500 円

「BOTANIST」等を展開するビューティーテック企業。「Chain of Happiness」をミッションに掲げ、変化に強く挑戦を推奨するスピード感のあるカルチャー。

68.34



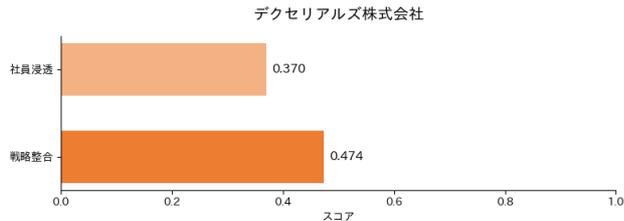
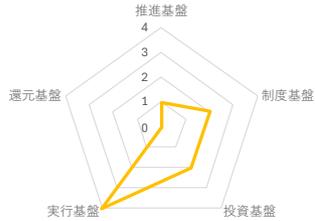
9

0.528

4980 **デクセリアルズ株式会社** **化学** 9.805% 490,250 円

ソニー発の電子材料メーカーでニッチトップ戦略をとる。技術優位性を維持するための「専門性の高い人材」の確保を重要課題とし、ジョブ型雇用の導入や技術承継の仕組み化など、技術資産と人的資本を直結させた戦略を開示。

54.98



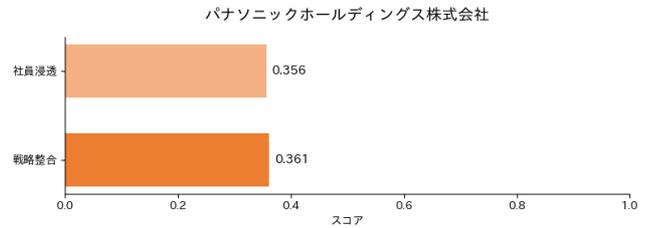
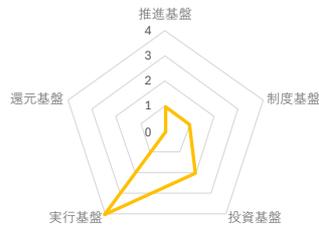
9

0.568

6752 **パナソニックホールディングス株式会社** **電気機器** 9.75% 487,500 円

「幸せの、チカラに。」をスローガンに、持株会社制で各事業の自律経営を加速。従業員の Well-being(ウェルビーイング)を経営指標に掲げ、DEI(多様性・公平性・包摂性)推進や「挑戦する風土」の再構築による企業変革を進める。

62.49



2379

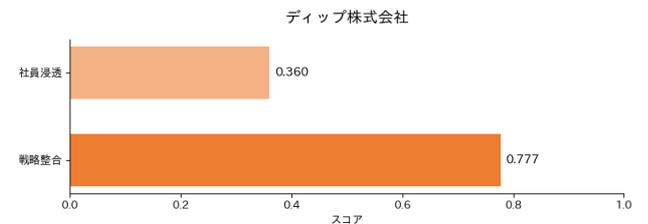
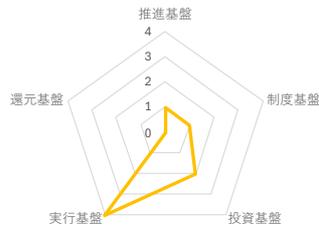
ディップ株式会社

サービス業

4.115% 205,750 円

「Labor force solution company」への進化と「人が全て、人が財産」の信念を掲げ、大幅な賃上げや AI 活用人材の育成に注力。創業者の哲学浸透と積極的な人的投資の開示により労働市場での競争力と企業価値向上をリンクさせる。

55.38



0.515

3407

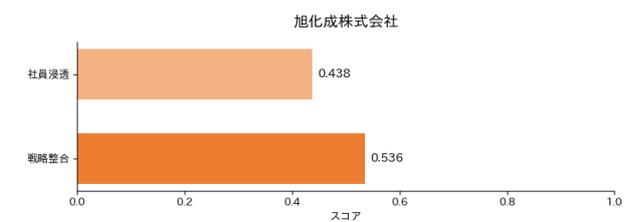
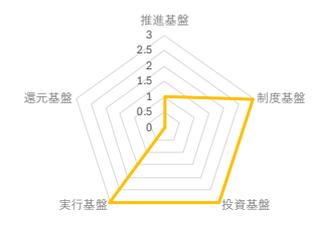
旭化成株式会社

化学

3.97% 198,500 円

マテリアル・住宅・ヘルスケアの多角化経営。「Trailblaze Together」の精神に加え、異なる事業領域の専門人材による「共創(Co-creation)」を促す人事戦略を展開し、多様な知の結合によるイノベーション創出を目指す。

57.62



10

0.638

2175

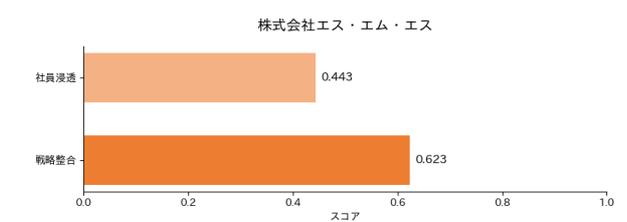
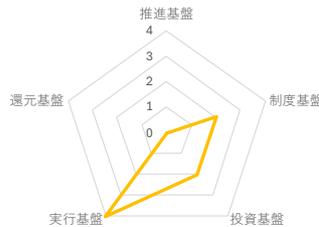
株式会社エス・エム・エス

サービス業

3.755% 187,750 円

高齢社会向け情報インフラ企業。組織と個人の相互発展や経営プロセスの縦横リンクを掲げ、組織と個人が互いに成長することを目指すとともに、主体性を持つことを求めている。

58.46



8

0.671

4887

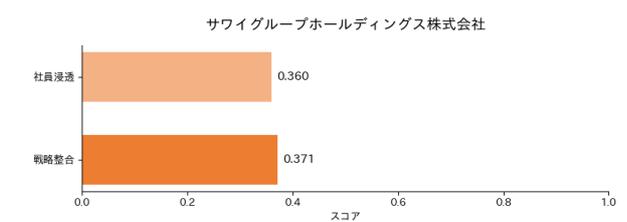
サワイグループホールディングス株式会社

医薬品

3.32% 166,000 円

ジェネリック医薬品大手。「高品質かつ持続可能なヘルスケアサービス」の需要に応え、ガバナンス強化などにより、不正の起きない仕組みづくりを徹底している。

53.11



9

0.491

4344

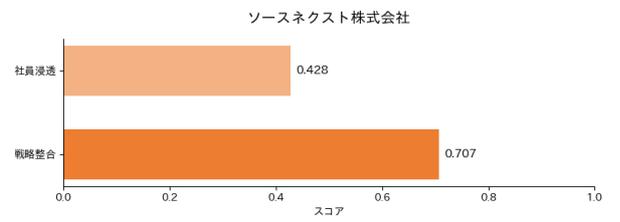
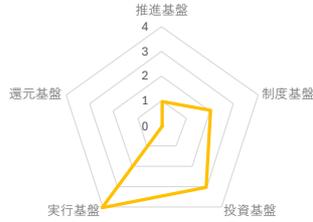
ソースネクスト株式会社

情報・通信業

3.01% 150,500 円

スピード感と効率を重視して新しい価値を創出する。多彩な教育研修と、能力に応じた評価制度で社員の成長を支援。

79.29



9984

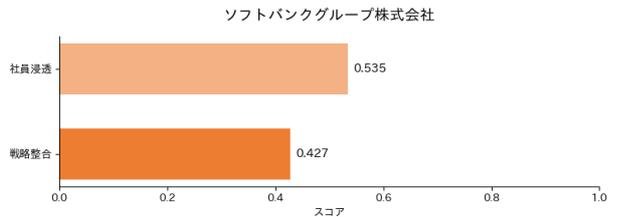
ソフトバンクグループ株式会社

情報・通信業

2.95% 147,500 円

「情報革命で人々を幸せに」という志のもと、人材を価値創造の源泉と捉え、挑戦・活躍できる社内環境整備と、プロ人材の確保・成長を支援。専門性を磨きつつ「執念とスピード感」を重視する文化を体現・深化。

54.76



9759

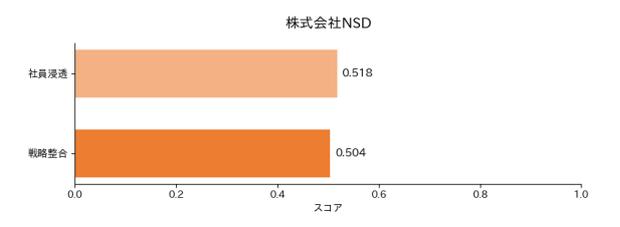
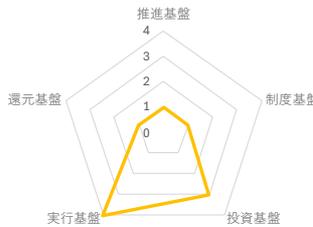
株式会社 NSD

情報・通信業

2.645% 132,250 円

社員を重要な財産と位置づけ、最先端技術研修やヒューマンスキル研修などでプロフェッショナル育成を推進。「社員が最大の財産」として、夢と誇りを持つ「働きがいのある会社」を目指す

52.84



2802

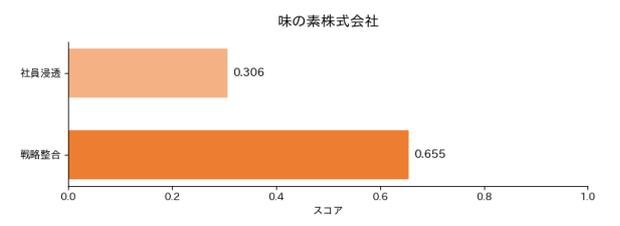
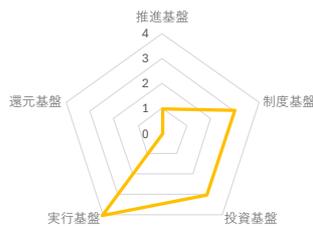
味の素株式会社

食料品

2.605% 130,250 円

従業員と家族の身体・精神・経済面の Well-being 向上を、人財資産の基盤として重視。従業員の「志 (Purpose)」を言語化し、Our Philosophy への共感推進を通じて価値創造につなげる。

52.39



4519

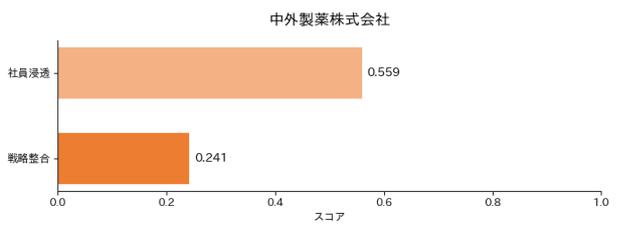
中外製薬株式会社

医薬品

2.54% 127,000 円

挑戦し続ける人財の増加と文化醸成を目指す。高い科学性・倫理性に裏付けられた革新的な製品・サービスで、世界の医療と人々の健康に貢献する理念を掲げる。

54.18



7198

SBI アルヒ株式会社

その他金融業

2.37% 118,500 円

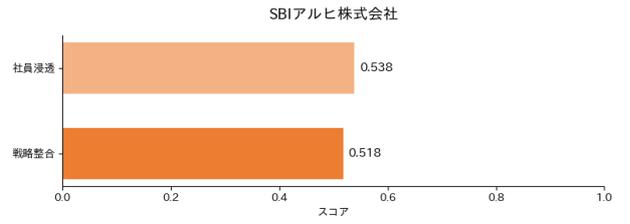
SBI グループの「顧客中心主義」とともに、誠実さを重視する。階層別研修や専門分野別研修を通じ、従業員の意欲や

能力を最大限発揮できるような環境整備・人財戦略を推進。

57.30

8

0.567



4448

株式会社 kubell

情報・通信業

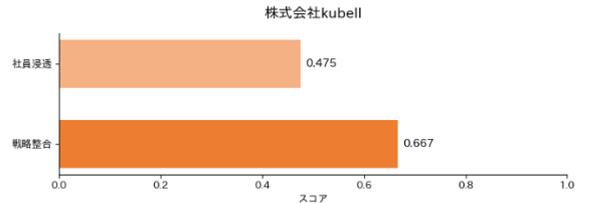
2.36% 118,000 円

「働くをもっと楽しく、創造的に」をミッションに、自律的な働き方を尊重。フルリモートの柔軟な環境整備や、バリューを体現する評価制度を通じ、BPaaS(ビジネスプロセス・アズ・ア・サービス)を推進する。

52.19

8

0.616



2587

サントリー食品インターナショナル株式会社

食料品

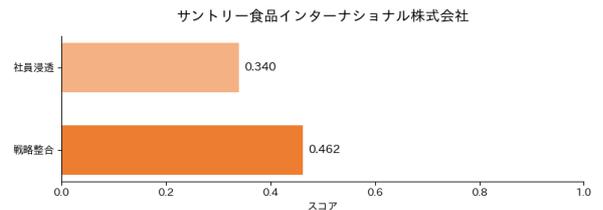
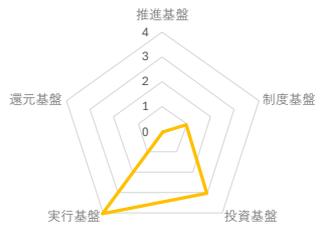
2.355% 117,750 円

「人本主義(人こそ重要な基盤)」の下、国籍・年齢等に関わらず全従業員に成長機会を提供する方針で人材育成を推進し、従業員一人ひとりがイキイキとやりがいを持って働き、個性と能力を発揮し続けることを目指す。

52.84

8

0.605



7345

株式会社アイ・パートナーズフィナンシャル

その他金融業

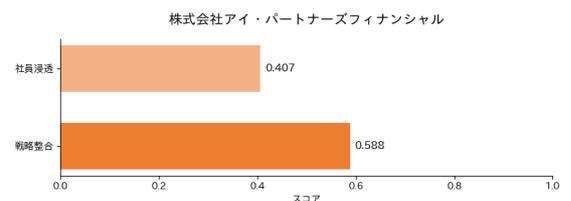
2.35% 117,500 円

独立系金融アドバイザー(IFA)として、特定の金融機関に縛られない「顧客第一主義」を貫く。個々のアドバイザーの高度な専門知識の習得と健康経営の実践を支援。

53.38

8

0.595



7846

株式会社パイロットコーポレーション

その他製品

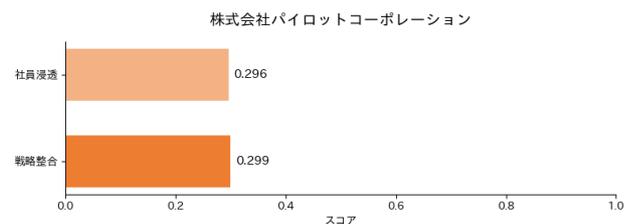
2.245% 112,250 円

「三者鼎立(作り手、売り手、使い手の喜び)」の精神と「自律・挑戦・協働」を求める人財像に掲げ、従業員の創造力を最大限に引き出し、世界へ届けるための環境整備を進める。

52.95

8

0.511



② パフォーマンス分析

ここでは、本レポートで、組成したポートフォリオのパフォーマンスについて、日経平均株価や TOPIX と比較したパフォーマンスについて記述する。一概に、このポートフォリオのパフォーマンスを評価する指標になるわけではないが、2025年1月1日~2025年12月31日の日次リターンをもとに、2025年1月1日のポジションを1.0として含み損益を計算したものが、以下のグラフである。

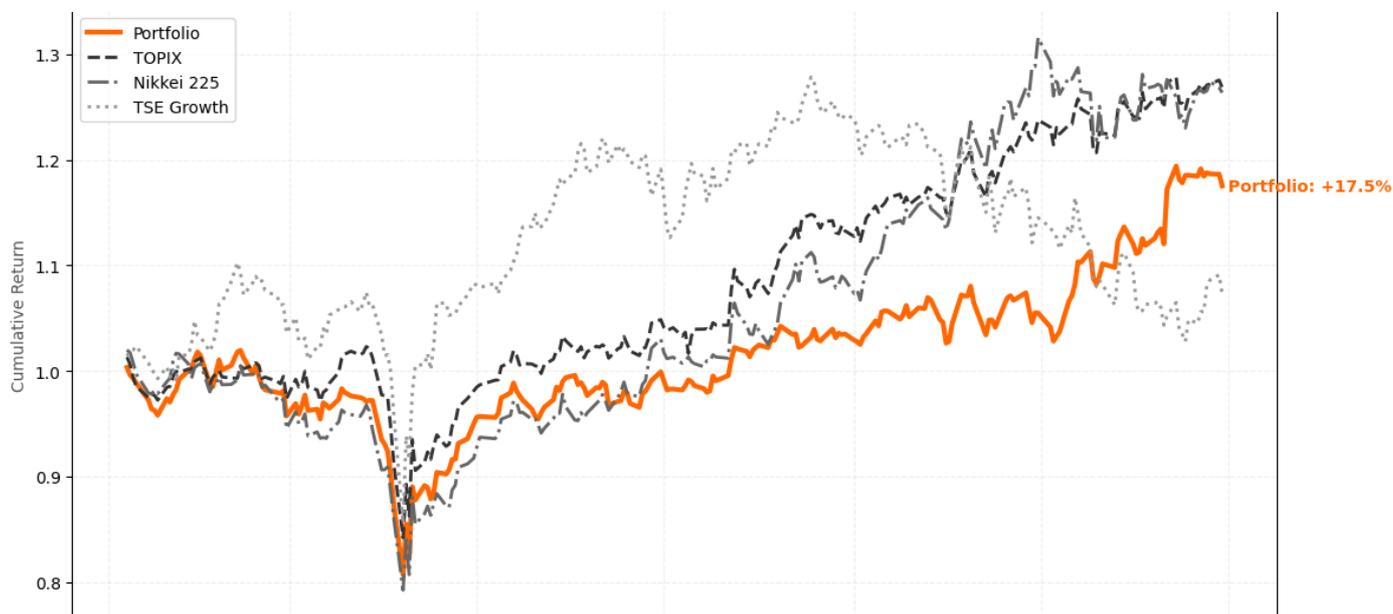


図6 2025年度のパフォーマンス比較

結果として、今回組成したポートフォリオは、TOPIX や、日経 225 と比較して良いパフォーマンスではなかった。一方で、これは我々の投資仮説が、「人的資本経営の枠組みを持ち、かつカルチャーによって組織内の利害不一致を構造的に抑制できている企業こそが、中長期的な成長余地 (α) を有する」ということであり、短期的に成長に対する仮説ではない。そのため、今回のパフォーマンス分析においてシャープレシオや年間リターンが他のインデックス投資を下回ったことは、必ずしも仮説を棄却するわけではないと考える。人的資本やカルチャーといった要素は、短期間では企業価値に反映されにくく、その効果が表れるまでには一定の時間を要する非財務指標であるためだ。今後は、より長い期間でのパフォーマンスを検証し、人的資本スコアと中長期的な企業成長との関係を継続的に確認していく必要があると考える。

名前	リターン	ボラティリティ	シャープレシオ
Portfolio	17.52%	20.73%	0.84
TOPIX	26.84%	20.88%	1.28
Nikkei 225	26.36%	23.93%	1.10
TSE Growth	7.24%	26.88%	0.27

表3 各ポートフォリオのリターン、ボラティリティ、シャープレシオ

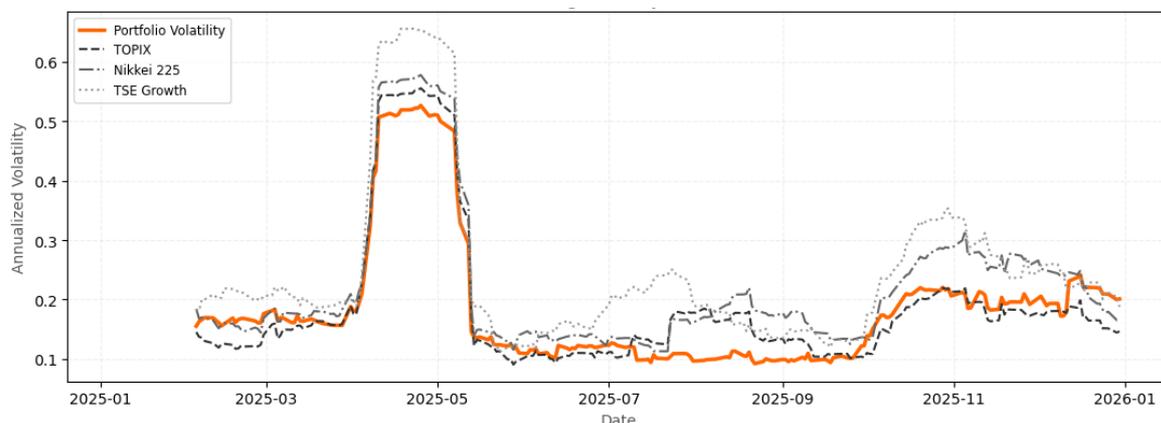


図 7 ボラティリティの推移

参考までに、パフォーマンス分析した中で、最も良いパフォーマンスであったのは、TOPIXであり、これはリターン、シャープレシオともに最も優秀な結果であった。一方で、ボラティリティをもとに、リスクのみを評価すると我々の組成したポートフォリオが最もリスクの小さくなっていることがわかる。

自然言語処理を用いた企業文化(十分条件)の定量的評価

本章では、レポートの本旨からは逸れるが、定量的な分析の手法、その中で導かれた結果とそれに対する考察を記述する。今回の分析においては、独自に定義した指標などを用いて定性的な情報も定量的に評価する中でさまざまな手法を用いた。これらに対する考察は、ポートフォリオの構築という観点のみでなく、新たな株式市場の分析という観点で有意義なのではないかと考え、記載する。

スクリーニング④(文化評価)におけるエンジニアリング手法の詳細と実例

本レポートの核心である「企業文化による行動整合」をどのように定量化したか、投資対象銘柄である中外製薬(4519)の解析事例を用いて詳述する。中外製薬の解析結果、MVVと複数の社員インタビューをSentence-BERTによる意味ベクトルのコサイン類似度は平均して0.559という極めて高いスコアを記録した。これは、同社の理念が、現場の共通言語として深く内面化されていることを示唆している。

中外製薬の Value(価値観)

1. 患者中心	患者さん一人ひとりの健康と幸せを最優先に考えます。
2. フロントティア精神	自らを磨き、新たな発想で、イノベーションを追求します
3. 誠実	常に誠実な行動で、社会の期待に応えます

インタビューでは以下のような具体例がある。「先に技術を開発し、医薬品に適用していくアプローチは、患者さんのためにあらゆる可能性を追求する姿勢がよく現れたいい例ですね。」「挑戦気質に満ちた中外製薬の風土。学びの機会に富む環境が、成長を支えてきた。」

この例において重要なのは、社員が経営陣の用意した「フロントティア精神」や「患者さんの健康と幸せ」という言葉をそのままなぞるのではなく、「挑戦気質」や「学びの機会」、「患者さんのためにあらゆる可能性を追求」といった自らの実感に基づく言葉で語っている点である。Sentence-BERTのベクトル空間上では、これらの表現は「既存の枠組みを超えて成長と変革を志向する」という共通の意味領域に配置されるため、高い類似度として検出される。

中外製薬の例からわかる通り、我々が行った分析というのは企業文化が「生きた文化(理念の自分事化)」となっているかどうかを計ることができているのではないかと考える。特に、社員が自らの語彙で理念に近い内容を

語っていることは、文化が強制されたものではなく、各人の価値判断基準にまで昇華されている（＝自分事化されている）ことを示している。

日経ストックリーグを通して学んだこと

日経ストックリーグを通して、学んだことは、単なる金融・経済知識の習得ではなく、「様々な情報が錯綜するマクロ状況から、課題を特定するための思考」です。分析の初期段階において、私たちは「問題の本質を捉えた」と感じて、チーム内での議論の指摘によって、それが表面的な理解や、根本的な要因ではないものに過ぎないことを痛感させられることが多々ありました。事象の背後にある真の注目すべき項目を突き止めるため、情報を収集し、PDCA サイクルを回すことによって、検証と論理の修正を繰り返しました。このプロセスは、特に株式市場に関する前提知識が不足していた我々にとって、非常に難しく感じる一方で、良い経験となりました。この常に「問い続ける姿勢」こそが、情報の海の中から「人的資本経営における企業文化の役割」という自分たちが検証したいと感じるテーマを抽出する原動力となったと感じています。この「問い続ける姿勢」はこれから人生において非常に価値のあるものになると信じています。

我々は初期から人的資本に着目したいということは決めていたが、ではそもそも人的資本とは何を指しているのか、なぜ人的資本経営を行えば会社の業績が改善し、それが会社の成長につながるのかなど、かなり抽象的な事柄を考えていたので、テーマやスクリーニング手法の決定にかなりの時間を要してしまいました。そのため、結果としてデータ分析やレポートの執筆はかなりタイトな日程で行うことが必要となりました。特に、EDINETからの有価証券報告書のデータ・その他のスクリーニングに必要なデータの取得、そのデータの前処理・分析・考察にはかなりの時間・根気が必要であり、途中ではたびたび心が折れかけました。しかし、このような状況においてもチームで話し合い・協力して、前に進むことができたのは非常に大きな財産になりました。この日経ストックリーグを通して、我々は、「本質的な課題を特定するための思考」だけでなく、「やりきる」という遂行力をも地道な努力を通して得ることができたのではないかと感じています。

最後に、この場をお借りして、私たちをご指導いただいた田中先生に厚くお礼申し上げます。また、この貴重な機会を我々に与えてくださった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様にも深く感謝申し上げます。

参考文献

Boston Consulting Group. (2025, March). Study on global investors' focus areas regarding human capital disclosure and corporate case studies (English translated version). Financial Services Agency, Government of Japan.

<https://www.fsa.go.jp>

Mansor, F. A., Mat Jusoh, Y. H., Hashim, M. Z., Muhammad, N., & Omar, S. N. Z. (2023). *Employee engagement and organizational performance. International Journal of Accounting, Finance and Business*, 8(50), 69-80

阿部正浩, 「人的資本経営と人材マネジメントの変容」, 『日本労働研究雑誌』, 第 67 巻第 7 号, 25-37 頁, 2025 年.

伊藤邦雄, 「人的資本経営の実現に向けた課題と展望」, 『日本労務学会誌』, 第 23 巻第 1 号, 48-60 頁, 2023 年.

経済産業省, 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」報告書（伊藤レポート）, https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf, （最終閲覧日：2026 年 1 月 7 日）

経済産業省, 「人的資本経営の実現に向けた検討会 報告書（人材版伊藤レポート 2.0）」, https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/pdf/report2.0.pdf, （最終閲覧日：2026 年 1 月 7 日）

経済産業省, 「人的資本経営の実現に向けた検討会 報告書 掲載事例集（人材版伊藤レポート 2.0 実践事例集）」, https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/pdf/report2.0_cases.pdf, （最終閲覧日：2026 年 1 月 7 日）

経済産業省, 「人的資本経営の『実践』に関する調査報告書 (人的資本経営トップランナー企業へのヒアリング調査等)」, https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/pdf/toprunners.pdf, (最終閲覧日: 2026年1月7日)

厚生労働省. (2013). 第3章 第2節 日本的雇用システムと今後の課題. 『平成25年版 労働経済の分析』(pp. 156-182). 厚生労働省.

齊藤弘明, 「人的資本の可視化と『価値創造ストーリー』——投資家との建設的対話に向けて」, 『国際経済労働』, 2025年1月号, 経済産業省・人的資本経営ポータル (国際経済労働研究所), https://www.iewri.or.jp/data/media/int_other/Int_2025_01-sp_saito.pdf, (最終閲覧日: 2026年1月7日).

白井久美子, 「競争優位のための人的資本経営」, 『BIPROGY FORUM』, Vol.91, 1-15頁, 2007年 <https://www.biprogy.com/pdf/9101.pdf>, (最終閲覧日: 2026年1月7日).

日本総合研究所, 「人的資本情報の開示を巡る動向と課題 ——『人的資本可視化指針』を踏まえた今後の対応——」, <https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/viewpoint/pdf/13431.pdf>, (最終閲覧日: 2026年1月7日).

年金積立金管理運用独立行政法人 [GPIF]. (2025). サステナビリティ投資報告 2024. <https://www.gpif.go.jp/esgstw/>

年金積立金管理運用独立行政法人. (2025). ESG要素と企業価値に関する効果検証報告書. <https://www.gpif.go.jp/>

野村総合研究所, 「人的資本の可視化と企業価値との連関分析」, <https://www.nri.com/content/900034296.pdf>, (最終閲覧日: 2026年1月7日).

古沢昌之・谷口智彦, 「人的資本経営に関する一考察 ——Cranet Surveyに基づく6カ国の比較研究——」, 『商経学叢』, 第70巻第4号, 135-158頁, 2024年.

ポートフォリオ選定20社 データソース一覧

(最終閲覧日: 2026年1月7日)

1. ソフトバンクグループ株式会社 「理念・ビジョン・戦略」 <https://group.softbank/philosophy/> 「採用サイト (社員インタビュー)」 <https://www.softbank.jp/recruit/graduate/people/>
2. 株式会社エス・エム・エス 「理念・価値観」 <https://www.bm-sms.co.jp/company/philosophy/> 「社員インタビュー」 <https://r-career.bm-sms.co.jp/interview/>
3. ソースネクスト株式会社 「経営理念」 <https://sourcnext.co.jp/business/philosophy/> 「社員インタビュー」 <https://sourcnext.co.jp/recruit/staff/>
4. 旭化成株式会社 「グループ理念・ビジョン」 <https://www.asahi-kasei.com/jp/company/vision/> 「社員インタビュー」 <https://www.asahi-kasei.com/jp/asahikasei-brands/interview/>
5. ラクスル株式会社 「RAKSUL VISION」 <https://recruit.raksul.com/vision/> 「社員インタビュー」 <https://recruit.raksul.com/category/interview/>
6. 株式会社NSD 「経営理念・運営方針」 <https://www.nsd.co.jp/corp/nsdplan.html> 「社員インタビュー (働き方)」 <https://career.nsd.co.jp/workstyle/index.html>
7. 株式会社 kubell 「ミッション・ビジョン」 <https://www.kubell.com/about/> 「採用情報」 <https://www.kubell.com/recruit/newgrad/>
8. サントリー食品インターナショナル株式会社 「企業理念・方針」 <https://www.suntory.co.jp/softdrink/company/policy.html> 「採用メディア (インタビュー)」 <https://www.suntory.co.jp/recruit/media/>
9. 株式会社アイ・パートナーズフィナンシャル「経営理念 (CSR)」 <https://www.aipf.co.jp/csr/> 「アドバイザー・インタビュー」 <https://www.aipf.co.jp/interview.html>
10. デクセリアルズ株式会社 「企業理念・ビジョン」 <https://www.dexerials.jp/profile/vision.html> 「社員インタビュー」 <https://www.dexerials.jp/recruit/work/index.html>
11. SBI アルヒ株式会社 「経営理念」 <https://www.sbiaruhi-group.jp/corporate/about/> 「社員インタビュー」

- <https://www.sbiaruhi-group.jp/recruit/person>
12. パナソニックホールディングス株式会社 「経営理念 (MVV)」 <https://www.panasonic.com/jp/about/mission-vision-value.html> / 「社員インタビュー」 <https://recruit.jpn.panasonic.com/person/>
 13. 中外製薬株式会社 「ミッション・ビジョン・バリュー」 <https://www.chugai-pharm.co.jp/profile/vision/philosophy.html> / 「社員インタビュー」 <https://www.chugai-pharm.co.jp/recruit/careers/people/>
 14. カルビー株式会社 「企業理念・価値観」 <https://www.calbee.co.jp/corporate/value/> / 「Calbee 公式 note (社員ストーリー)」 <https://note.calbee.jp/>
 15. 富士通株式会社 「Fujitsu Way (企業理念)」 <https://www.fujitsu.com/jp/about/philosophy/> / 「社員インタビュー」 <https://fujitsu.recruiting.jp.fujitsu.com/career/story/>
 16. デイック株式会社 「企業理念・フィロソフィー」 <https://www.dip-net.co.jp/company/philosophy> / 「DIP People (インタビュー)」 <https://dippeople.dip-net.jp/>
 17. 株式会社パイロットコーポレーション 「経営理念・社是」 <https://corp.pilot.co.jp/company/philosophy/> / 「社員インタビュー」 <https://www.pilot.co.jp/employment/senior/index.html>
 18. 味の素株式会社 「ASV (企業理念)」 <https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/recruit/fresh/introduction/philosophy.html> / 「社員インタビュー」 <https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/recruit/fresh/work/interview.html>
 19. サワイグループホールディングス株式会社 「企業理念・経営計画」 <https://www.sawaigroup.holdings/about/plan/> / 「DX・イノベーション事例 (インタビュー)」 <https://www.sawaigroup.holdings/about/dx/>
 20. 株式会社 I-ne 「MISSION / VISION」 <https://i-ne.co.jp/company/mission/> / 「社員インタビュー」 <https://i-ne.co.jp/recruit/people/>