

「働きがいのある会社」の株価パフォーマンス

本合 暁詩¹

Stock Performance of “Great Place to Work” in Japan

HONGO Akashi

1. はじめに

企業経営において、株主だけではなく、顧客、サプライヤー、従業員、そして環境問題を含む社会全体など、すべての利害関係者(ステークホルダー)に責任を負い、利益をもたらすべきだという、ステークホルダー資本主義(Stakeholder Capitalism)は、世界経済フォーラム(World Economic Forum2021)の年次総会(通称ダボス会議)のアジェンダとなるなど、経営者のみならず社会全体の注目を集めている。

我が国においても2023年3月末に終了する事業年度から、有価証券報告書において人的資本・多様性に関する情報の記載が求められており(金融庁2022)、短期的な財務業績だけではなく、短期的にはコストであっても長期的な財務業績向上のために有益な非財務的な取り組みへの注目度が高まっているといえよう。

企業の価値が将来のキャッシュフローの現在価値によって決まるというファイナンス理論に従えば、将来の現金創出につながる「よい」取り組みは、株価の上昇・企業価値の増大要因となるはずである。本研究では、従業員の「働きがい」に注目し、企業の働きがい向上のための取り組みが財務業績を高め、企業価値の増大を通じて最終的に企業の所有者である株主の価値に貢献しているのかを探る。具体的には、株式会社働きがいのある会社研究所(Great Place to Work® Institute Japan)が発表している日本における「働きがいのある会社」ランキングを使用し、働きがいがあることが、その企業の将来的な財務業績予想を反映する株価に関係しているのかを分析する。

次章では、昨今の非財務要因をめぐる議論と関連する先行研究を概観し、GPTW ジャパンが提供しているランキングデータの内容を紹介する。第3章では2022年度の働きがいランキングデータおよび2010年度のランキングデータに基づき、働きがいと株価パフォーマンスの関係を分析する。第4章は分析結果が示す可能性とともに今後の研究に関する拡張の方向性を示して本研究を結ぶ。

¹ 昭和女子大学グローバルビジネス学部ビジネスデザイン学科教授、テンプル大学特別招聘教授

2. 背景、非財務要素への注目

2.1. ESG、人的資本経営

はじめにでも述べた通り、企業経営において多様なステークホルダーを意識する動きは加速しており、サステナビリティ経営や、人材の価値に注目した人的資本経営(経済産業省2020、2022)といった短期的な利益の追求にとどまらない経営が注目されている。また、環境、社会、ガバナンスといった取り組みに力を入れる企業の株式に集中して投資を行うESG(Environment、Social、Governance)投資も活発化しており、さらに、前述したように上場企業には人的資本に関する開示が義務付けられるなど、企業の外側から非財務的な要因の重視を求めるプレッシャーも高まっている。

日本企業の人的資本の情報開示に関しては、キャプラン(2022)の実態調査において、55.0%の企業が人的資本の情報開示を準備・検討中(上場企業では71.4%)という結果が示されており、また、HRテクノロジーコンソーシアム(2022)が述べるように、ESGに関する情報開示も進んでいる。

企業による情報開示・情報提供が進むことにより、それらの要因と財務的な成果との関係を検証する研究も可能になっており、特に、ESG投資に関する研究は多い。しかしながら、その結果は一樣ではない。桑島他(2022)はESGと企業価値や業績との関係を分析する海外の数多くの研究を紹介しつつそれらの結果が画一的に示唆することはないと述べているし、伊藤(2021)が提示した分析結果も、ESGと企業の時価総額の間には直接的な関係性は見出していない。また、橋本(2020)は日本国内のESGと株式投資リターンとの関係性は2013～2015年の間は正で有意であったが、2016～2018年の間は有意ではなくなっているという興味深い結果を示している。

2.2. 働きがいのある会社ランキング

このような注目が高まる以前から、Great Place to Work® Institute(以下GPTW)は、「働きがい」に関する調査・分析を行い、一定の水準に達していると認められた会社や組織を各国の有力なメディアで発表する活動を世界約100ヶ国で実施している²。GPTWのサービスを利用している企業・組織は、約100ヶ国におよび、日本においては株式会社働きがいのある会社研究所(Great Place to Work® Institute Japan、以下GPTWジャパン)がGPTWよりライセンスを受け調査を運営している(GPTWジャパン2022a)。

日本での調査・ランキングの発表は、2005年から実施されており、現在は、従業員向けと企業向けの2種類のアンケートに基づき、一定レベルを超えた会社を、「働きがい認定企

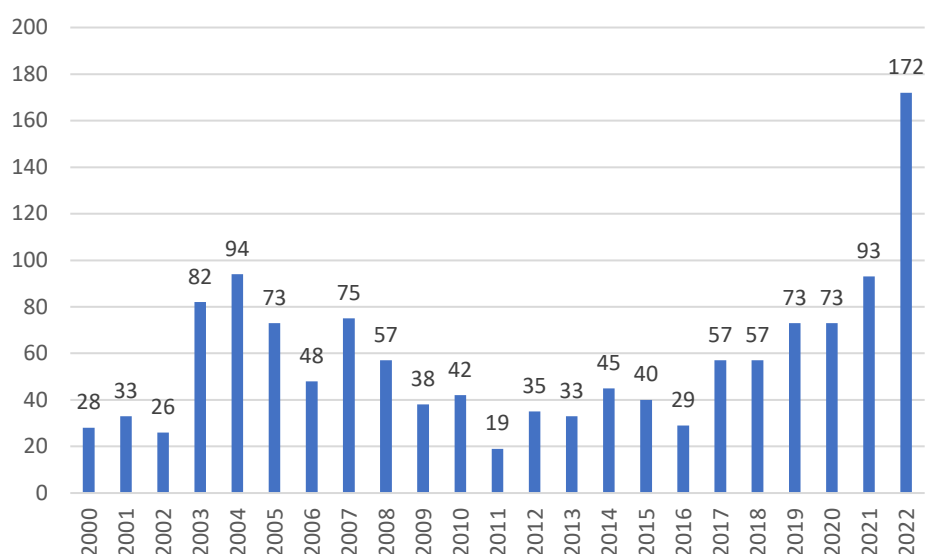
² 米国においては、毎年「FORTUNE」誌で「Best Companies to Work For」として発表される。

業」として毎月選出し、認定企業のうち特に働きがいの水準が高い上位100社を「働きがいのある会社」ランキング ベスト100として年に1度発表する形式となっている(GPTW ジャパン 2022b)。

GPTWでは、30年以上にわたる調査・研究により、「働きがいのある会社」について、「マネジメントと従業員の間には「信頼」があり、一人ひとりの能力が最大限に活かされている(For All) 会社のこと。優れた価値観(バリュー) やリーダーシップがあり、イノベーションを通じて財務的な成果を果たすことができる。」(GPTW ジャパン 2022c) と説明しており、働きがいと財務業績の間に一定の関係を想定していることがわかる。信頼構築のための対話の場や能力開発の機会を提供したり、納得感があり公正な人事処遇の仕組みを整備したりといったことは、短期的には追加的な費用を要するものと考えられる。しかしながら、長期的にはその費用を上回る財務的な成果を生み出すことが期待されているのである。

特に最近では、新型コロナウイルス感染症の流行の影響もあり、テレワークの普及を含めた働き方が見直される中で、働きがい重要だという意識が広まっている。図1は、働きがいという言葉を含む新聞記事の件数の推移を示したものであり、2022年に急速に増加していることがわかる。

図1： 働きがいに関する新聞記事件数



・日経新聞各紙(日本経済新聞朝刊・夕刊、日経産業新聞、日経MJ(流通新聞)、日経金融新聞、日経地方経済面、日経プラスワン、日経マガジン)において「働きがい」というワードが含まれる記事数(新聞記事の検索システム日経テレコンより)

2.3. 先行研究を踏まえた本研究の位置づけ

従業員と経営者が相互に信頼し、一人ひとりの能力が最大限に活かされていると感じていれば、従業員の働きがいは高まるであろうし、その結果として優れた価値観やリーダーシ

ップが共有され、イノベーションが生まれれば、財務的な成果も大きくなることは十分に想像できる。

これまでの米国における調査結果に基づいた研究でも、「働きがいのある会社」の株価パフォーマンスが市場平均を上回っているという結果が得られている(Edmans2011、Filbeck & Preece2003、Fulmer 他 2003、Goenner2008)。また、日本における GPTW のデータに基づく分析は同社によるものをはじめとしていくつか存在している(GPTW ジャパン 2018、リクルートマネジメントソリューションズ 2010、2012)。GPTW ジャパン(2021) は、2021年に企業の一般社員と経営層 1,039 名を対象に行った「人的資本経営」に関する調査を実施し、人材価値を高めるための取り組みに前向きな経営層の 7 割が「取り組みが自社の業績に好影響」と回答した結果を示している。

さらに、「働きがい」と「働きやすさ」とを区別した調査としては厚生労働省職業安定局(2014)がある。この調査は、従業員の働きがいがある会社・従業員が働きやすい会社ほど業績が高い傾向があること、会社の業績には「働きやすさ」よりも「働きがい」の程度の方がより影響が強いこと、を示す結果を得ている³。

本研究においては、最近の日本の働きがいのある会社のデータを使用し、働きがいと株価パフォーマンスの関係性および因果関係を分析する。

3. 働きがいと株価パフォーマンスの関係性の分析

3.1. 2022年版「働きがい認定企業」の分析

本章では、GPTW ジャパンが選出した 2022 年版「働きがい認定企業」のデータを活用して分析を行う。本研究では株価パフォーマンスを分析するため、2022 年版「働きがい認定企業」全 207 社のうち、上場しており株価が 5 年間入手できる 15 社(表 1) を分析対象とする。

このうち、2022 年版「働きがいのある会社」ランキング ベスト 100 社に選出されているのは 7 社である(表 1 の※マーク)。なお、日本における働きがいのデータと整合させるため、海外の親会社が上場していたとしても、日本法人が上場していなければ対象からは除いている。

³ 「働きがいがある」と回答した者の 55.5%が勤務先の会社の業績(売上げ・経常利益)が「上がっている」又は「どちらかといえば上がっている」と回答。「働きやすい」と回答した者の 47.5%が勤務先の会社の業績が「上がっている」又は「どちらかといえば上がっている」と回答した。

表1： 分析対象とする2022年版「働きがい認定企業」

証券コード	企業名
2930	北の達人コーポレーション※
3923	ラクス※
4331	テイクアンドギヴ・ニーズ※
5757	CKサンエツ※
6146	ディスコ※
4293	セプテーニグループ(セプテーニ・ホールディングス) ※
3633	GMO ペパボ※
6866	日置電機(H I O K I)
3912	モバイルファクトリー
3681	ブイキューブ
7816	スノーピーク
3690	イルグルム
6841	横河電機
4344	ソースネクスト
3769	GMO ペイメントゲートウェイ

・※は2022年版「働きがいのある会社」ランキング ベスト100社に選出された企業

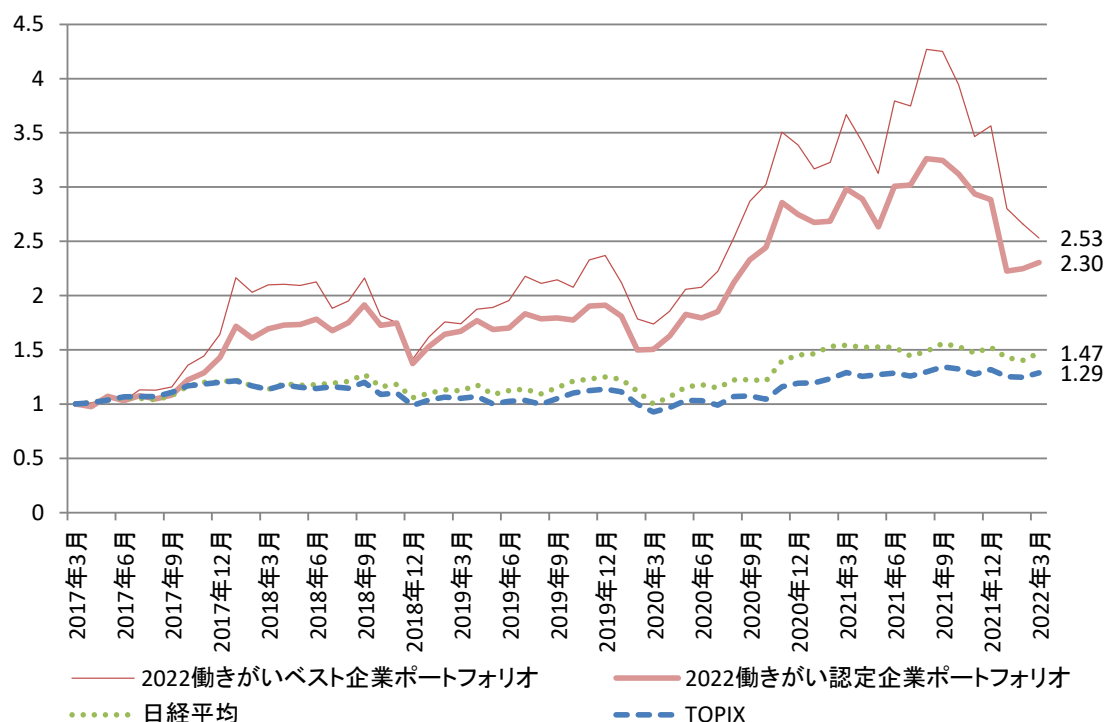
・()内は「働きがい認定企業」と上場企業名が異なる場合の上場企業名

3.2. 2022年版「働きがい認定企業」の投資リターン

この節では、2017年3月末に表1の15社の株式に等金額を投資する仮想的なポートフォリオ(2022働きがい認定企業ポートフォリオ)、およびベスト100社に選出された企業7社の株式に等金額を投資する仮想的なポートフォリオ(2022働きがいベスト企業ポートフォリオ)の、5年後の2022年3月末時点までの投資リターンと、株式市場全体の動きを表わす市場ポートフォリオとして、TOPIX(東証株価指数)、および日経平均株価の同じ期間の投資リターンとを比較する⁴。

⁴ 株価、指数に関するデータはインターネット上のYahoo! Japan ファイナンスから入手した。

図2： 2022年働きがい認定企業、ベスト企業、市場ポートフォリオの投資リターン



・ 2017年3月に投資した時点の価値を1とした場合の投資価値推移

図2に見られる通り、2022働きがい認定企業ポートフォリオの2017年3月末の価値を1とした場合、5年後の2022年3月末では2.3となっていた。5年間で投資額は2.3倍になっていたということである(配当は除く)。リターンとしては130.4%であり、年率では18.2%である⁵。さらに、2022働きがいベスト企業ポートフォリオは、投資額は約2.5倍になっており、リターンとしては153.1%、年率では20.4%である。

一方で、TOPIXと日経平均は2017年3月末時点の価値を1とした場合、2022年3月末時点ではそれぞれ、1.29、1.47であった⁶。リターンとしてはそれぞれ28.7%と47.1% (年率ではそれぞれ5.2%、8.0%)である。

働きがいの向上に取り組み、成果を上げている企業の株式は市場平均を大きく上回るリターンを生み出していることが示されている。

3.3. 2010年「働きがいのある会社」の分析

働きがいと株価リターンの間に正の関係性が見られたとしても、それは単に相関関係を

⁵ 毎年18.2%のリターンを生み出すと以下のように5年間では130%のリターンとなる。

$(1+0.182)^5=1+1.30$ 。

⁶ この期間にTOPIXは1,512.6から1,946.4に、日経平均は18,909.26から27,821.43にとそれぞれ上昇した。

表しているに過ぎず、働きがいと財務業績への期待を高めて株価を上昇させるのか、あるいは高い財務業績への期待が働きがいと高めるのかという因果関係は不明である。そこで本節では、2010年に発表された「働きがいのある会社」ランキングベストカンパニーのうち継続して上場している10社(表2)を対象として、ランキング発表後の株価パフォーマンスを分析する⁷。

表2： 分析対象とする2010年「働きがいのある会社」ランキングベストカンパニー

証券コード	企業名
6146	ディスコ
2502	アサヒビール(アサヒグループホールディングス)
4751	サイバーエージェント
4704	トレンドマイクロ
2801	キッコーマン
4307	野村総合研究所
9757	船井総合研究所(船井総研ホールディングス)
6448	ブラザー工業
6856	堀場製作所
4668	明光ネットワークジャパン

・()内は「働きがいのある会社」ランキングと上場企業名が異なる場合の上場企業名

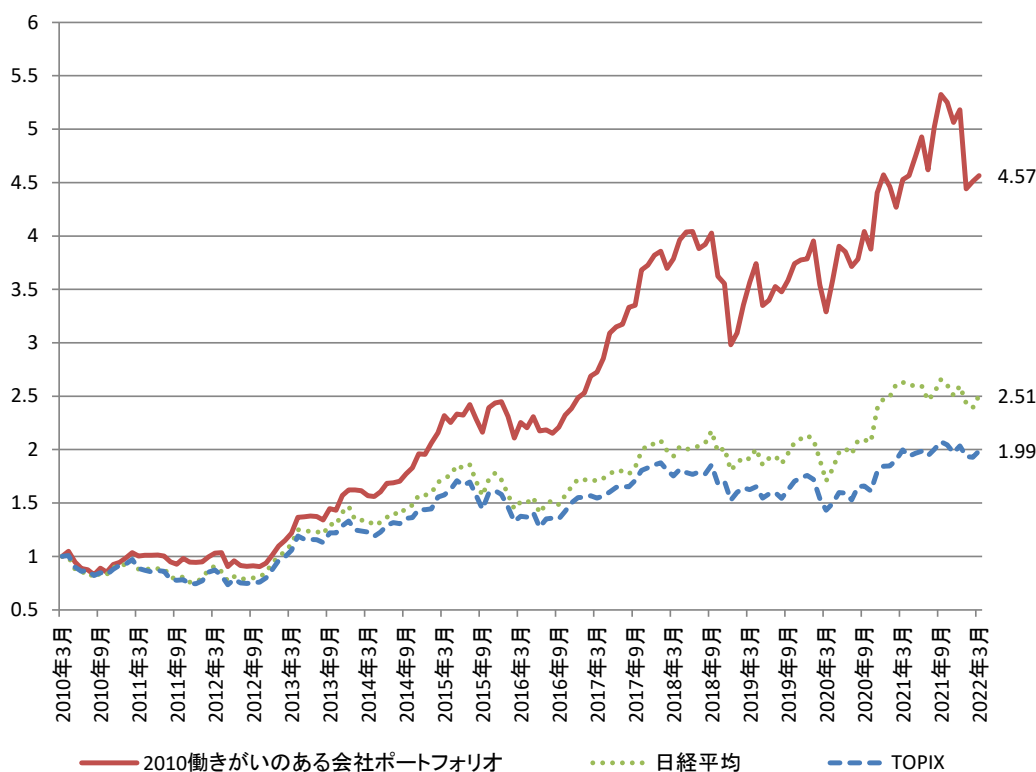
ランキング発表後に株価リターンが上昇していれば、働きがいを向上させる取り組みの後に財務業績の改善期待から企業価値が高まったということであり、働きがいの向上が財務業績向上につながるという因果関係の可能性を示すと言える。

3.4. 2010年「働きがいのある会社」の投資リターン

2010年「働きがいのある会社」ランキングベストカンパニーが発表された後の2010年3月末に10社の株式に等金額を投資する仮想的なポートフォリオ(2010働きがいのある会社ポートフォリオ)を想定し、その後2022年3月末までの12年間の投資リターンと、市場ポートフォリオとしてのTOPIX、および日経平均の同期間のリターンとを比較したのが図3である。

⁷ 2010年版の調査には81社が参加し、調査のスコアが高い25社が「働きがいのある会社」として「日経ビジネス」誌2010年3月1日号に掲載された。

図3： 2010年働きがいのある会社、市場ポートフォリオの投資リターン



・2010年3月に投資した時点の価値を1とした場合の投資価値推移

2010 働きがいのある会社ポートフォリオに 2010 年 3 月末に投資した場合、12 年後の 2022 年 3 月末には投資額は 4.57 倍になっていた。リターンとしては 356.5%、年率で 13.5% である。一方で、TOPIX と日経平均は 2010 年 3 月末の価値を 1 とした場合、2022 年 3 月末にはそれぞれ、1.99、2.51 であった⁸。リターンとしてはそれぞれ 98.9% と 150.9% (年率ではそれぞれ 5.9%、8.0%) であり、2010 働きがいのある会社ポートフォリオのリターンは市場平均を大きく上回ったことがわかる。

4. 結論

本研究では、日本における「働きがいのある会社」ランキングに入った企業の株価リターンが市場平均を上回ることを示す結果を得た。近年急速に注目を集める働きがい高めることが、長期的な財務業績への期待を反映する株価を高め、市場平均を上回る株価の上昇につながるという因果関係の可能性も示唆されている。

⁸ この期間に TOPIX は 978.81 から 1,946.4 に、日経平均は 11,089.94 から 27,821.43 にとそれぞれ上昇した。

企業の市場価値が将来の期待キャッシュフローの現在価値であるというファイナンス理論に基づけば、働きがいが高める取り組みは、たとえ短期的には利益の圧迫要因となとしても、将来のキャッシュフローの増大を通じて企業価値に正の影響を及ぼすはずである。企業の従業員の働きがいが高める取り組みを行うことは、一次的、直接的には企業の数あるステークホルダーのうち、従業員に焦点を当てたものである。しかし、その効果は従業員にとどまらず、企業全体の価値を向上させ、株主の富を増大させる可能性が高いことを本研究の結果は示している。

企業が長期的に財務業績を改善させ企業価値の向上を目指すためには、従業員の働きがいが高めることが重要であるという本研究の示唆は、上場企業が開示を義務付けられたことにより加速する人的資本経営の考え方も整合するものと言える。

さらに、企業に資金を提供する投資家にとっては、先行する ESG 投資に加えて、企業の人的資本への取り組みや従業員の働きがいにも注目することが、長期的な証券投資の判断材料としても有効であることを本研究の結果は示唆している。

最後に、今後の本研究の結果をさらに説得力のあるものにするための方向性であるが、本研究では Edmans(2011) のようにポートフォリオのパフォーマンス評価を行う統計的な手法は用いていない。また、働きがいのある会社に投資するポートフォリオのリターンが市場ポートフォリオのリターンを上回っているとしても、ポートフォリオのリターンはそのリスクとの見合いで考える必要がある。もし、ポートフォリオのリスクが高ければ、投資家は高いリターンを求めることになるため、リターンは「リスクに見合った高さ」である必要がある。これらを考慮したうえで働きがいと株価の因果関係について統計的に有意な結果が得られるのかどうかについては今後の研究の課題である。

<謝辞> データ提供にご協力いただいた GPTW ジャパンに深く感謝申し上げます。

<参考文献>

- ・伊藤邦雄(2021)『企業価値経営』日本経済新聞出版。
- ・キャプラン(2022)「「人的資本開示」に関する実態調査」キャプラン株式会社。
- ・金融庁(2022)「「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について」2022年11月7日 (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>) 2022.12.20.
- ・桑島浩彰、田中慎一、保田隆明(2022)『ESG 財務戦略』ダイヤモンド社。
- ・経済産業省(2020)「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書 ～人材版伊藤レポート」2020年9月 (https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kigyo_kachi_kojo/pdf/20200930_1.pdf) 2022.12.20.

- ・経済産業省(2022)「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」
2022年5月(https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/pdf/report2.0.pdf)
2022.12.20.
- ・厚生労働省職業安定局(2014)「働きやすい・働きがいのある 職場づくりに関する調査 報告書」(https://www.mhlw.go.jp/chushoukigyou_kaizen/investigation/report.pdf)
2022.12.14.
- ・日経BP(2010)『日経ビジネス』2010年3月1日号。
- ・橋本英樹(2020)「ESG スコアと株式投資リターンのパフォーマンス検証」(<https://corporate.quick.co.jp/wp-content/uploads/JAFEE2020.pdf>)、株式会社 QUICK、
2022.12.14.
- ・リクルートマネジメントソリューションズ(2010)、「日本における「働きがいのある会社」
ベスト 25 企業の株 価 パ フ ォ ー マ ン ス」([https://www.recruit-
ms.co.jp/research/study_report/0000000279/](https://www.recruit-
ms.co.jp/research/study_report/0000000279/)) 2022.12.14.
- ・リクルートマネジメントソリューションズ(2012)、「2012年「働きがいのある会社」ラン
キング 上 位 企 業 の 株 価 パ フ ォ ー マ ン ス」([https://www.recruit-
ms.co.jp/research/study_report/0000000292/](https://www.recruit-
ms.co.jp/research/study_report/0000000292/)) 2022.12.14.
- ・GPTW ジャパン(2018)「「働き方改革」で業績は向上するのか? ～"働きやすさ"、"やり
がい"と業績の関係～」(https://hatarakigai.info/library/analysis/20180712_135.html)
2022.12.14.
- ・GPTW ジャパン(2021)「<調査レポート>人材価値を高めるための取り組みに前向きな
経営層の7割が「取り組みが自社の業績に好影響」と回答」(https://hatarakigai.info/library/report/20210726_303.html) 2022.12.14.
- ・GPTW ジャパン(2022a)「GPTW の歴史」(<https://hatarakigai.info/about/history.html>)
2022.12.14.
- ・GPTW ジャパン(2022b)「2022年版 日本における「働きがいのある会社」ランキング ベ
スト 100(524社参加)」(<https://hatarakigai.info/ranking/japan/2022.html>) 2022.12.14
- ・GPTW ジャパン(2022c)「全員型「働きがいのある会社」モデル」
(https://hatarakigai.info/hatarakigai/gptw_model/) 2022.12.14.
- ・HR テクノロジーコンソーシアム(2022)『戦略的人的資本の開示 運用の実務』日本能率
協会マネジメントセンター。

- ・Edmans, Alex(2011) "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee
Satisfaction and Equity Prices", *Journal of Financial Economics*, 101, p621-640.
- ・Filbeck, Greg and Preece, Dianna.(2003) "Fortune's Best 100 Companies to Work for
in America: Do They Work for Shareholders?", *Journal of Business Finance & Accounting*,
Volume30, Issue5-6, p771-797.

- ・ Fulmer, I. S., Gerhart, B., and Scott, K. S.(2003) “Are the 100 best better? An empirical investigation of the relationship between being a "great place to work" and firm performance”, *Personnel Psychology*, 56,4,p965-993, ABI/INFORM Global, p.965.
- ・ Goenner, Cullen F.(2008) ” Investing in Fortune’s 100 Best Companies to Work for in America”(http://ndeconomist.com/papers/Goenner_JECON_2008.pdf) 2022.12.14.
- ・ World Economic Forum(2021) , “What is stakeholder capitalism?”
(https://www.weforum.org/agenda/2021/01/klaus-schwab-on-what-is-stakeholder-capitalism-history-relevance/) 2022.12.20.