日経スマートワーク経営研究会報告 2026

―人的資本経営の底上げと裾野拡大に向けて―

2026 年 7 月

滝澤美帆（学習院大学経済学部教授・同研究会委員）
鶴 光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部教授・同研究会座長）
山本勲（慶應義塾大学商学部教授・同研究会委員）

はじめに

鶴　光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部教授）

日本経済新聞グループでは、多様で柔軟な働き方やイノベーションを通じた企業の生産性向上を後押しするプロジェクト「日経スマートワーク」を2017年5月から推進している。その一環として、日本経済新聞社と日本経済研究センターは、共同で学識経験者等が参画し、生産性向上のキーとなる要因を実証的に分析、広く知見を発信するとともに、必要な政策等の提言を行うことを目的とした「スマートワーク経営研究会」（以下、同研究会）を2017年7月に立ち上げ、その運営に当たってきた。その成果については、これまで以下のように累次にわたり報告書にまとめ、公表してきた。

- 2018年6月:同研究会の中間報告『働き方改革と生産性、両立の条件』
- 2019年7月：同研究会最終報告『働き方改革、進化の道筋　～生産性向上に資するテクノロジー、ウェルビーイング』
- 2020年4月：滝澤・鶴・山本(2020)「企業業績を高めるための働き方改革と従業員のウェルビーイング向上」、第2章、日本経済新聞社編『スマートワーク・アウトルック2020』日本経済新聞出版）
- 2021年8月:『日経スマートワーク経営研究会報告2021－With コロナ時代の働き方の変貌と健康経営の役割』
- 2022年7月:『日経スマートワーク経営研究会報告 2022－ポストコロナ時代を見据えた人材活用・活性化戦略とは』
- 2023年7月:『日経スマートワーク経営研究会報告 2023－スマートワーク経営で拓く人的資本経営の未来』
- 2024年7月:『日経スマートワーク経営研究会報告 2024－テクノロジー活用とリスキリングで拓く人的資本経営』
- 2025年7月:『日経スマートワーク経営研究会報告2025－生成AI時代の人的資本経営』

本年においても、「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2025」などを利用して、人的資本経営の底上げ・裾野拡大に向けた視点を取り入れて各種テーマの分析を行った、

『日経スマートワーク経営研究会報告 2026－人的資本経営の底上げと裾野拡大に向けて』と題した報告書を公表する運びとなった。

同報告書の分析・執筆は同研究会の委員である滝澤美帆（学習院大学経済学部）、山本勲（慶應義塾大学商学部）と同研究会の座長である鶴 光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部）が行った。また、報告書の内容は、日経「スマートワーク経営」研究講演会「」(2026年5月8日）における我々の報告に基づいている。報告書の章構成と分析・執筆担当者は以下の通りである。

なお、2017 年から 9 年継続した同研究会は本報告書の公表を最後に活動を終了することとなった。長年、同研究会、同調査等にご関与いただいた日経リサーチ、日本経済新聞社の皆様及び研究会のオブザーバーの皆様に大変お世話になり、改めてこの場をお借りして心から感謝・お礼を申し上げたい。なお、本報告は筆者を含めた上記3名の分析・執筆メンバーの責任において取りまとめられたものであり、ありうるべき誤りは全て筆者らに帰することは言うまでもない。

はじめに（鶴）
第1章　総論（鶴、滝澤・鶴）
第2章　人的資本経営と企業業績（山本、滝澤）
第3章　雇用の流動性と企業業績（滝澤・鶴）
第4章　人手不足の状況（山本）
第5章　生成AIの利用格差（山本）
第6章　SW経営が労働者の働き方やウェルビーイングに与える影響（山本）
第7章　賃上げの決定要因（山本）

第1章　人的資本経営の底上げと裾野拡大に向けて：総論

第 1 節

鶴　光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部教授）

第 2 節

滝澤美帆（学習院大学経済学部教授）

１　人的資本経営の底上げと裾野拡大に向けた経営者の役割

(1)　スマートワーク経営研究会の視点の変化

同研究会では、これまで、調査企業の中でも、主に先進的な取り組みを行っているトップ企業、ハイパフォーマンス企業に着目し、その特徴を抽出したり、具体的な取り組みなどを紹介しながら、働き方改革や人的資本経営のあり方を提言してきた。その中で、近年では、上位層の企業での取り組みは驚くほどの共通点が出てきた。例えば、企業の人材戦略のキーワードとして、自律・挑戦・成長の 3 点セットが語られることが多い。こうした取り組みについては、2026 年初に上梓した、拙著『わかる人的資本経営』日経文庫に体系的にまとめられている。

その一方で、調査対象企業の中でも、相対的に中下位層の動きは鈍い状況だ。残念ながら、先進的な企業との差はなかなか縮まってこないのが現状である。こうした状況から、人的資本経営の底上げとすそ野拡大が急務となっており、日経 Smart Work 大賞においても、2025 年から新たに中堅企業部門の表彰を開始した。人的・資金的リソースに制約がある中でも優れた取り組みを行う中堅企業を評価し、他の中堅企業が参照できる「目指すべきモデル」を示すことを目的としている。より具体的には、働き方改革、人的資産の充実、テクノロジー活用を成功させて持続的な成長を実現している企業、大手企業とは異なるアプローチ・手法をとっている企業に着目している。優れたスマートワーク経営の取り組みが大手企業だけでなく中堅層にも広がっていることを示すことで、日本企業全体のスマートワーク経営を底上げし、中堅・中小への波及効果を狙っている。

(2) 日経 Smart Work 大賞中堅企業部門表彰企業の事例から考える

そこで、これまで中堅企業部門で表彰された企業について具体的にみていこう。まず、日経 Smart Work 大賞 2025 中堅企業部門賞を受賞したのは、株式会社きもと（KIMOTO Co., Ltd.）である。三重県いなべ市に本社を置く化学メーカーであり、東京証券取引所スタンダード市場上場企業、SW 総合ランキングは星 3 つ半（偏差値 55 以上 60 未満）を獲得している。生産・製造に従事している従業員が約半数であるにもかかわらず在宅勤務の実績に優れることや、全社員を対象に完全フレックスタイム制度を設けていることが高く評価された。また、労働時間の適正化や過重労働防止の取り組みも多様で、「多様で柔軟な働き方」や「ワークライフバランス」の項目でも優れた取り組みを実施しており、取り組みの徹底という点では、大企業とそん色のないものであった。

次に、日経 Smart Work 大賞 2026 中堅企業部門受賞企業は、株式会社ニチリンである。同社は兵庫県神戸市に本社を置く自動車用各種ホース、住宅関連用ホース、同部品等の製造・販売メーカーであり、東京証券取引所スタンダード市場上場、SW 総合ランキングは、本部門が対象とする規模の企業が集中する帯域で星 3 つ（偏差値 50 以上 55 未満）を獲得している。

人材関連指標について、測定方法や複数年度の詳細な内訳まで網羅的に開示しており、高い基準を達成⇒「人材戦略と KPI」で高い評価を獲得した。また、非正規雇用から正社員への転換や派遣社員から直雇用への転換においても、一定の実績があるだけでなく、定期的な正社員登用機会の設定や明確な正社員登用基準の設定といった非正規雇用向けのスキル・キャリア開発支援施策が充実しており、「多様なキャリアパス」の高評価を受けた。

中堅企業でもかなり先進的な取り組みを行っている企業があるのはなぜであろうか。スマートワーク、人的資本経営を行う上で、やはり、大企業は有利で、規模の格差は乗り越えらえない壁と考えられてきたことは事実である。大企業と中小企業の取り組みを比較すると、例えば、DX は初期費用や導入・活用を可能にする人材の面で特に、中小企業に不利な面があることは確かに否めない。その一方で、経営者がビジョンを明確に示し、その信念を社員に浸透させる、きめ細かな取り組みを行うためには、規模が小さいことで小回りの利く中堅・中小企業が有利な面もあると考えられる。以下では、中堅・中小企業における経営トップの役割に焦点を当ててみよう。

(3) 人材改革に不可欠な経営トップの信念とフレームワーク

大企業をみても、人材改革に成功している企業はやはり経営トップの関与が大きいと感じることが多い。中堅・中小企業であればその傾向はより強いと考えられる。なぜであろうか。それは、人材に関わる大胆な改革、常にといって良いほど、社内で大きな摩擦や抵抗が生まれるためである。どんな改革であろうと慣れ親しんだ、メンバーシップ型雇用のなんらかの変革を避けて通ることはできないだけに、真に必要な人材改革の実行は容易なものではない。だからこそ、改革を突破していく原動力が必要となり、それに当たるものが、経営トップの信念である。

経営トップに求められるのは、人材改革において、包括的なフレームワークと信念を保持し、人材改革の必要性を従業員へ真摯に訴えることが改革に向けた第一歩である。改革に伴う一時的な痛みがあったとしても長期的な意義やメリットを従業員が理解し、共感が得られれば、改革は成功する道が開かれる。経営トップの信念とそれへの共感を得るために、自社の社会的課題解決に向けた役割を社内に浸透させていくパーパス経営は重要な役割を担っているといえる。

それでは、人材改革を強力に推し進めるための信念の獲得するためには何が必要であろうか。まずは、人的資本経営のあり方、フレームワークを自分の考え、自分の言葉として落とし込めているかがポイントだ。そのためには、経営者としてとことん考え抜くというプロセスを抜きにすることはできない。他人が心から共感できるような信念を持つために必要不可欠なプロセスである。自分自身がその考え方や方法論についていかに納得できているが重要である。逆に、経営トップの迷いは改革の大きな妨げになりうるのだ。

ここで、経営者の信念とフレームワークの形成の過程における外部のアドバイスとの向き合い方について考えてみたい。多くの企業が人材改革を行うに当たって外部の有識者やコンサルタント（会社）からアドバイスを受けることが通例である。しかし、その実態については、ライバル企業や他の優秀企業の例や米国で話題になっているカタカナ、アルファベットの概念やバズワードが語られ、それら導入しないと最新のトレンドに乗り遅れるといわんばかりのアドバイスが蔓延しているようにも感じる。

米国でブーム、話題になっていたとしても日本への適応性はどうなのか、それがクリアできた場合でも、自社にとって本当に有益な取り組みになるかどうか十分検討されるべきである。米国で話題になっている概念は厳格なジョブ型をいかに修正するかという発想からでてくることが多い。それは日本のメンバーシップ型からヒントを得たようなものもある。

それが却って日本の経営者が親近感を覚える理由にもなっている。そこを人事コンサルティング会社は巧みに利用しているといっても過言ではない。

経営者が確固たる信念とフレームワークを持っていない場合、脅迫観念と背中合わせになってしまい、外部からの提案・アドバイスを無批判に受け入れることになりがちであり、改革を実行しても社内の共感やサポートを得られずに失敗するようなケースもある。外部アドアイスについても、このような悪循環になって陥っていないか、検証していくことが重要だ。その意味で、確固たる信念を持てるかはまさに経営者の資質に関わる問題でもある。

自分で練り上げた信念とフレームワークを経営者が獲得できれば、次は従業員の末端までどこまで浸透していけるかが重要となる。例えば、対面、オンラインいかんによらず、事業所、工場を回りながら、直接、従業員に語りかけ、意見を聞き、対話を深めていくべきである。また、経営トップと人事部を全体的に統括する CHRO（最高人事責任者）との連携も改革の成功を握るカギだ。双方に対する確固たる信頼感が人事部を通じて改革理念が浸透し、改革実現の原動力となることが多い。したがって、経営トップが求められている取り組みである、自ら考え抜いて得らえた確固とした信念とフレームワークとトップから末端の従業員までの浸透と理解・共感の獲得への理解がさらに深まることを期待したい。

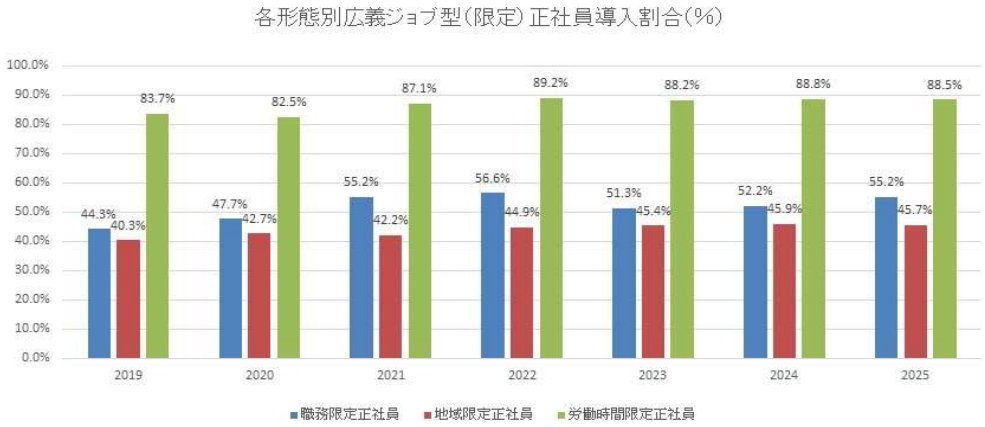
最後に、2025 年に中堅企業部門賞を受賞した、きもとの取り組みをみて、気づいたこととして、成果を出すために必要な２つの「信」について述べてみたい。中堅・中小企業が大企業でも難しい課題に取り組み、成果を出すために必要なものは何かを考えた時、一つの答として思い浮かんだのは、2 つの「信」である。一つは改革をやり抜く経営者の「信念」。もう一つは、どんな時も社員を信じる「信頼」である。後者は特に、きもとの場合、コロナ前から在宅勤務を徹底させたり、就業規則を廃止するという大胆な改革から感じたことである。トップに少しでも迷いがあれば、改革の理念・考え方は組織の末端まで伝わらない。また、働き方改革は常に「社員が働かなくなるのでは」との不安との闘いである。しかし、社員を信じないと道は開かない。２つの「信」を持つ経営者が人的資本経営の底上げと裾野拡大に大きな役割を果たしていくことを期待したい。

＜参考図表＞

図表 1-1-1

各形態別広義ジョブ型（限定）正社員導入割合（%）

- 労働時間限定が9割程度、職務、地域限定は半分程度の企業が導入



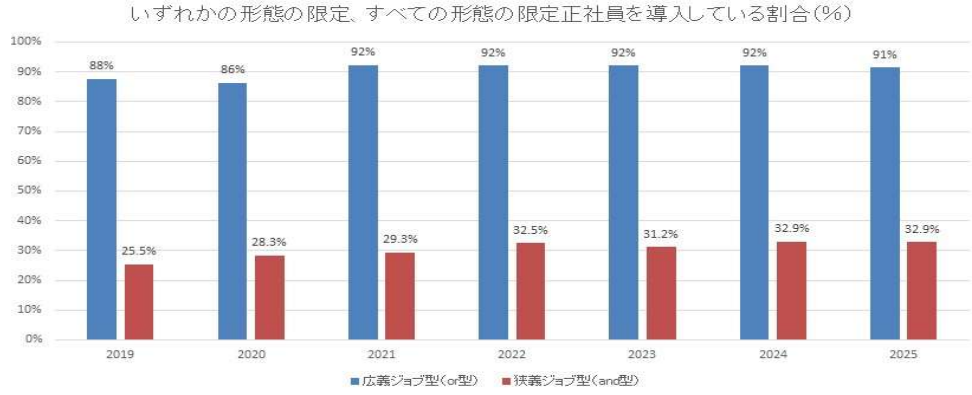
出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

1

図表 1-1-2

広義・狭義ジョブ型（限定）正社員導入割合（%）

- いずれのタイプのジョブ型（限定）正社員（狭義ジョブ型）を導入している企業は三分の一程度に達している。



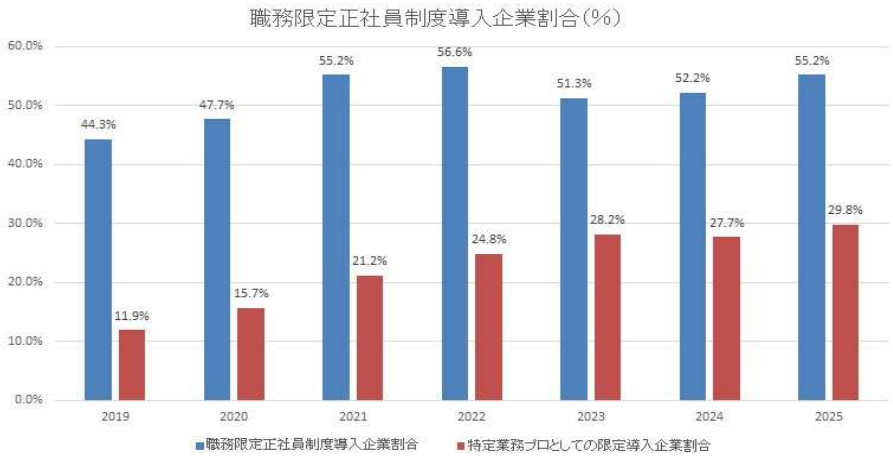
出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

2

図表 1-1-3

ジョブ型雇用（職務限定）の現状

- キャリアの自律性で重要なプロ型の導入企業の割合は着実に増加し、3割近くにまで上昇



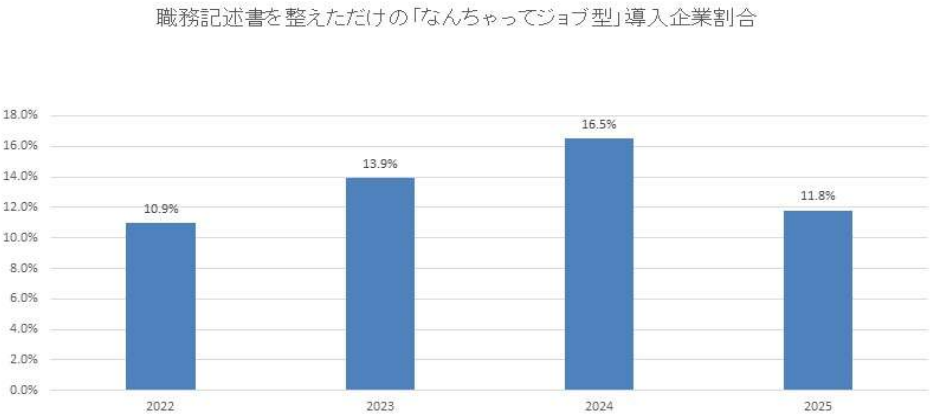
出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業2024-2025年」調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編

3

図表 1-1-4

職務記述書を整えただけの「なんちゃてジョブ型」導入企業割合

- 導入は広がらず、むしろ減少



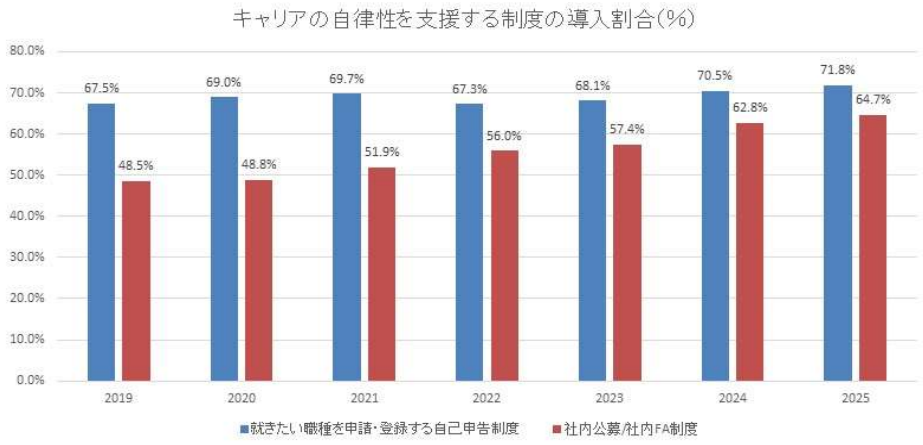
出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

4

図表 1-1-5

キャリアの自律性を支援する制度の導入割合（%）

- 自己申告制度の導入は7割、社内公募/FA制度は6割を超えるまで普及が進んでいる。



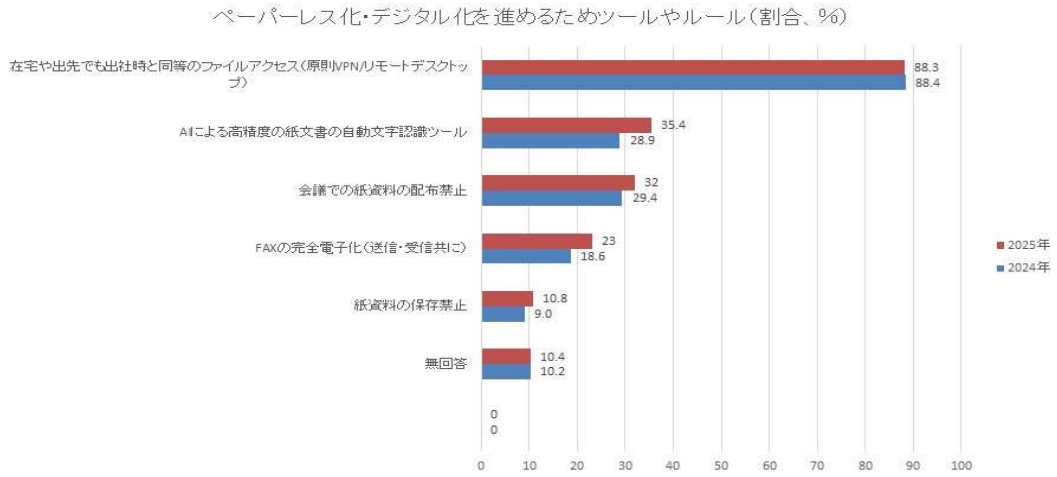
出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

5

図表 1-1-6

ペーパーレス化・デジタル化への対応

- ファイルのどこでもアクセスといったデジタル化はかなり進んでいる。
- 一方、紙資料の保存禁止などの完全ペーパーレスには遅れ



出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025」

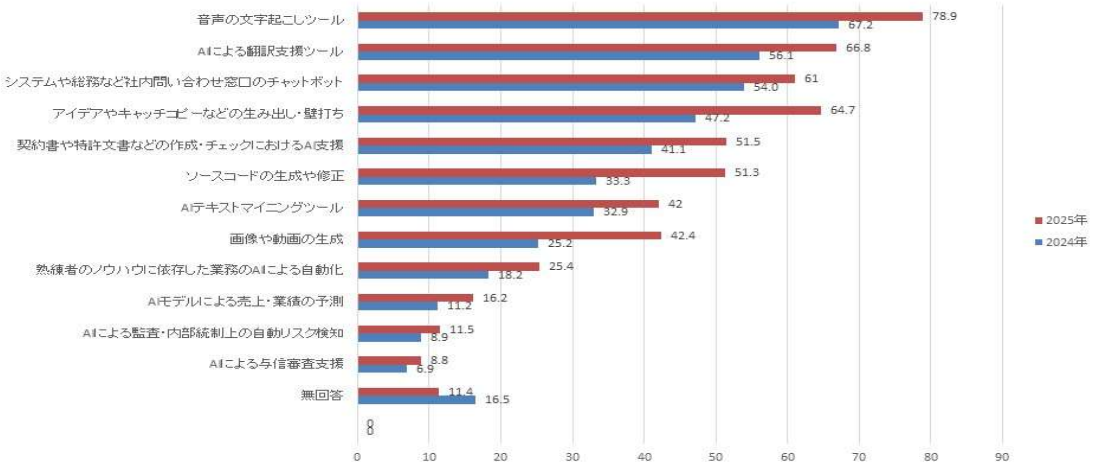
6

図表 1-1-7

業務効率化への対応

- AIの利用は、文字起こし、翻訳、チャットボット、などが多い。

業務効率化の実現のためのテクノロジー・ツール（特にAI関連）の導入（割合、%）



出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025」

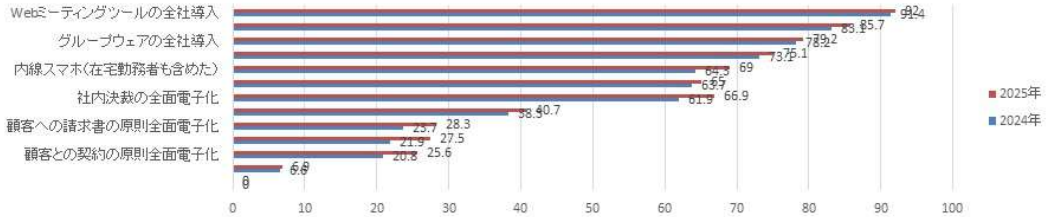
7

図表 1-1-8

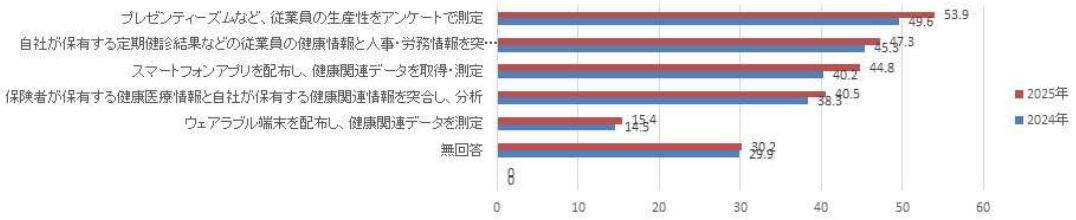
在宅勤務、ウェルビーイングへの対応

- 在宅勤務関係テクノロジーの多くはかなりの割合（7～9割）の企業で導入済
- 健康経営関連のテクノロジーも多くが4～5割程度の企業で導入済
- 一方、ウェアラブル端末の利用割合は低い。

在宅勤務・拠点間のコミュニケーションを円滑化するためのテクノロジーやツールの導入・活用（割合、%）



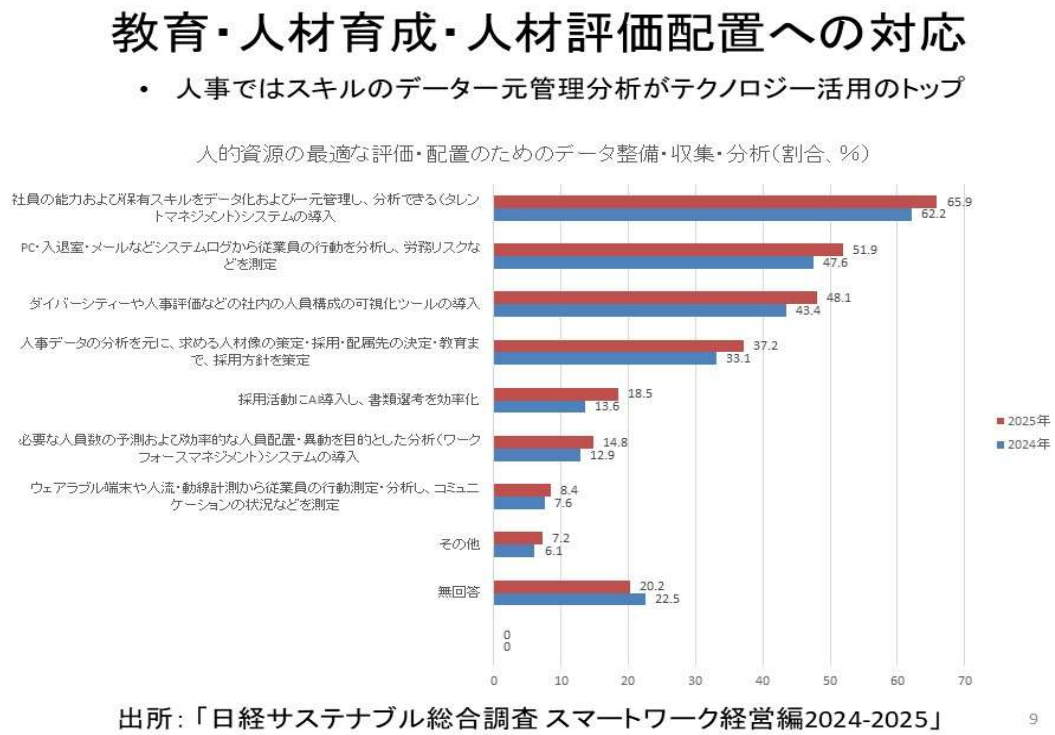
従業員のウェルビーイング向上ため定期健診結果などの健康医療情報を分析した効果的・効率的な施策（割合、%）



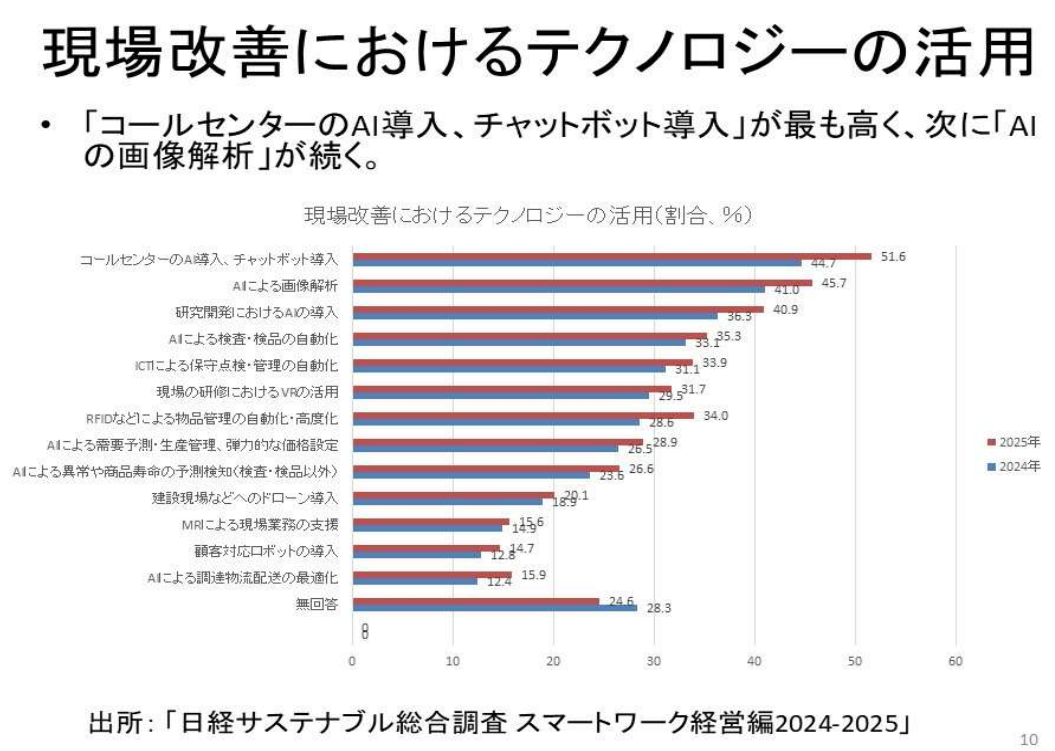
出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025」

8

図表 1-1-9



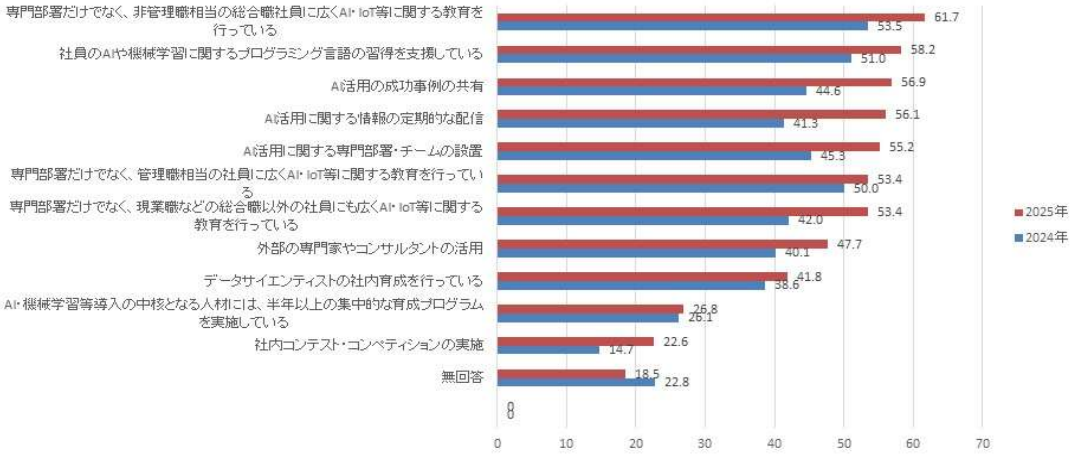
図表 1-1-10



図表 1-1-11

AI・IoTやビッグデータといった新しいテクノロジーに関する取り組み（複数回答、%）

- AI活用のための取り組みは5～6割の企業はかなり多様な取り組みを行っている。一方、2割弱が無回答で取り組みの進んでいない企業との差が開いている。

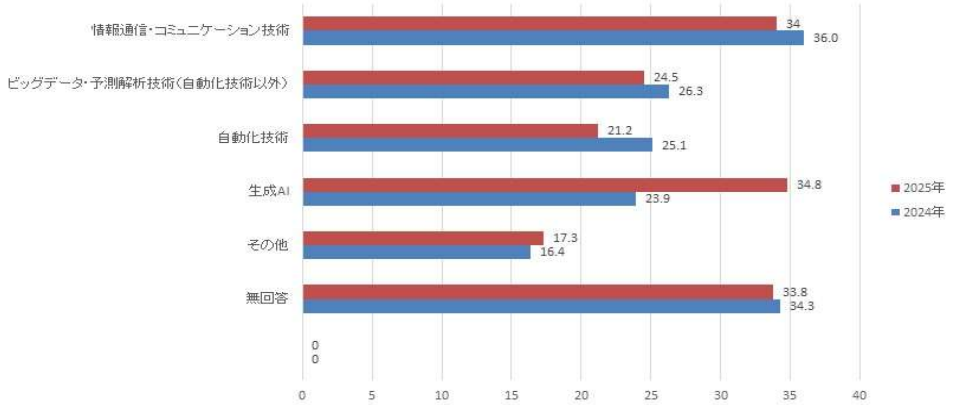


出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

図表 1-1-12

人材活用・人材投資に関連して導入している新たなテクノロジーを使った先進的取り組み事例（テクノロジー種類別、%）

- 企業が先進的取り組みとして、生成AI（34.8%）がICT関連（34%）をわずかに上回るまで拡大している。

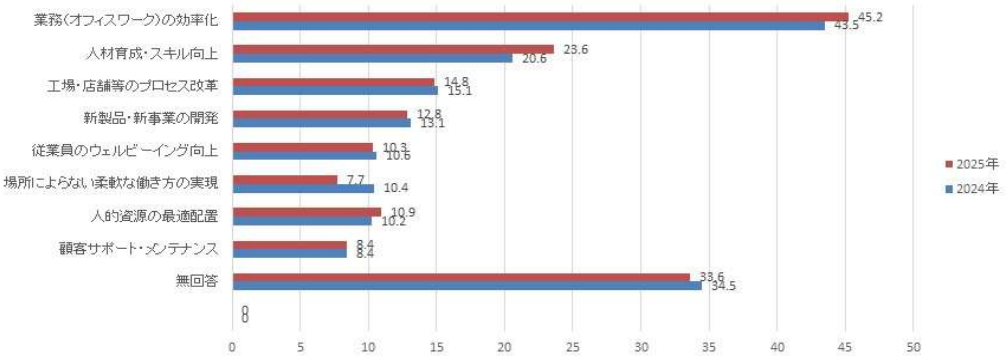


出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

図表 1-1-13

人材活用・人材投資に関連して導入している
新たなテクノロジーを使った先進的取り組み事例
（導入目的・用途別、%）

- 業務の効率化が圧倒的なトップ(45.2%)で、人材育成・スキル向上が次に続く(23.6%)。



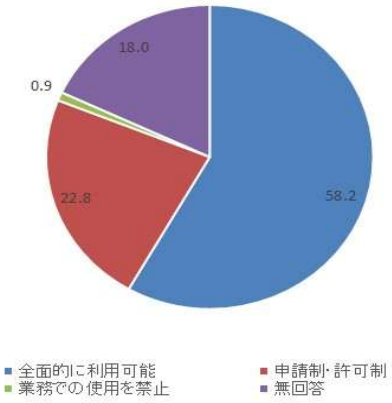
出所「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

13

図表 1-1-14

生成AIの利用方針（%）

- 6割弱が全面的に自由に利用できるが、無回答や業務での禁止の企業が2割弱存在



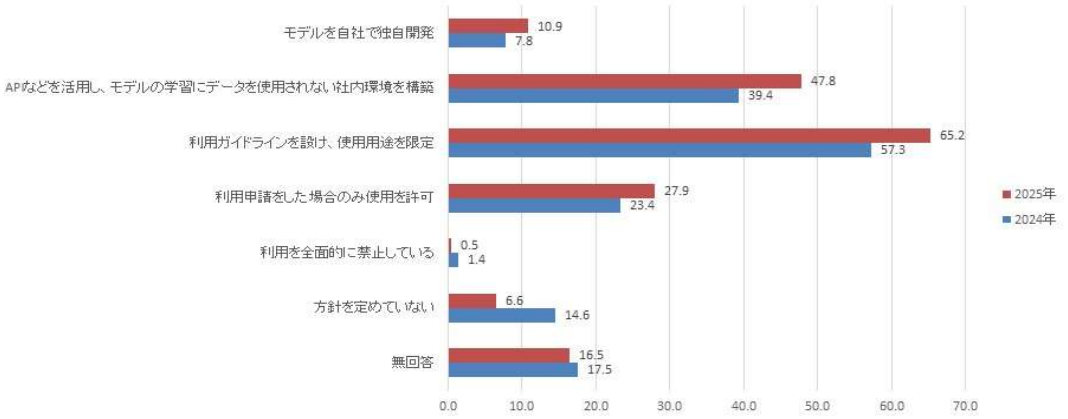
出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2025年」

14

図表 1-1-15

生成AIのセキュリティ方針（複数回答、%）

- 独自開発やデータや使用されない環境構築といった先進的取り組みは増加
- 3分の1程度がガイドラインで使用使途を制限
- 無回答、方針の未決定、全面禁止などの企業も4分の1弱存在



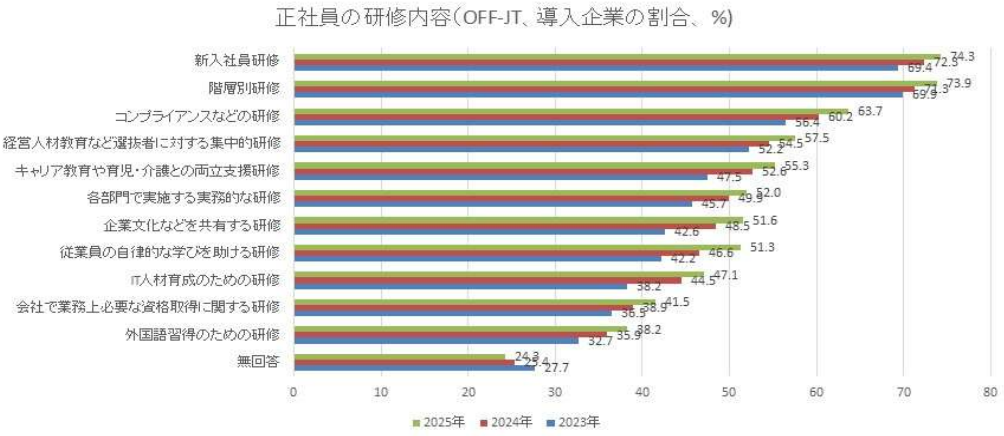
出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

15

図表 1-1-16

正社員の研修制度の内容（OFF-JT）

- 導入割合上位には、階層別、新人など組織人としての研修が多い。
- **従業員の自律的な学びを助ける研修、IT人材育成のための研修、会社で業務上必要な資格取得に関する研修、外国語習得ための研修**、などの研修はリスキリング関連といえるが、割合は他の研修によりも相対的に低い。



出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

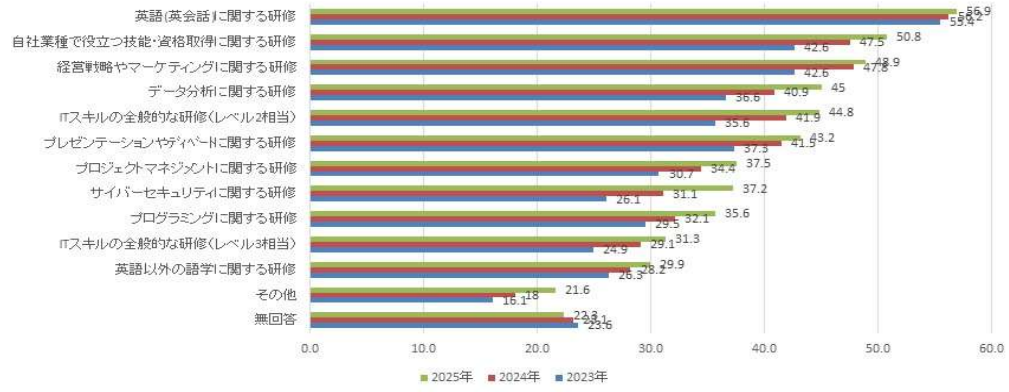
16

図表 1-1-17

キャリアの自律性関連、職務のスキル直結型のカフェテリア型訓練・研修メニューの導入

- 英語、経営戦略・マーケティング、従来型の資格取得が上位
- データ分析、ITスキル、プログラミングなどの導入割合は3～4割前後

キャリアの自律性、職務のスキル直結型の
カフェテリア型訓練・研修メニューの導入（企業の導入割合、%）



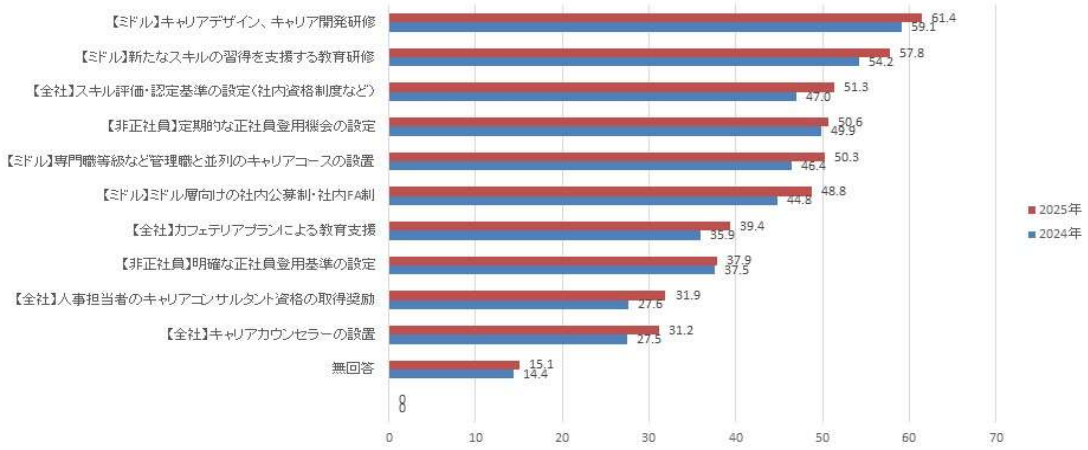
出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

図表 1-1-18

スキル・キャリア開発支援施策の内容

- リスキリング関連は、スキル評価・認定基準の設定、カフェテリアプランによる教育支援、が挙げられる。

スキル・キャリア開発支援施策の内容（導入企業の割合、%）

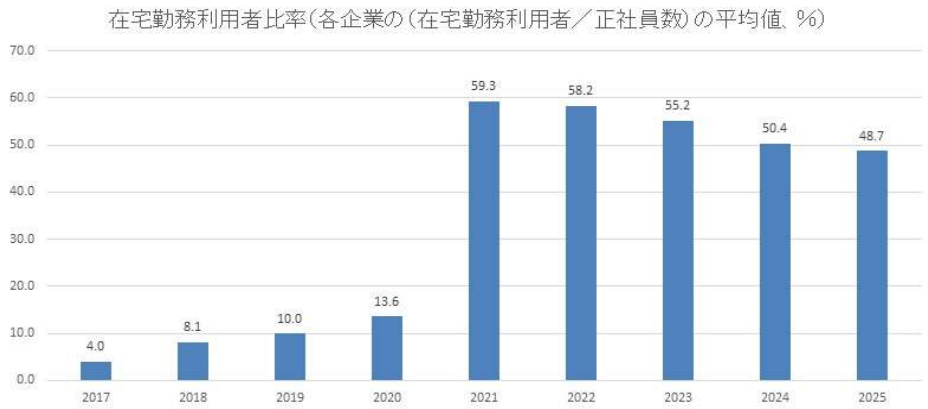


出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

図表 1-1-19

在宅勤務利用率（企業レベル）

- 企業からみた在宅勤務利用率は2023 年以降は減少傾向



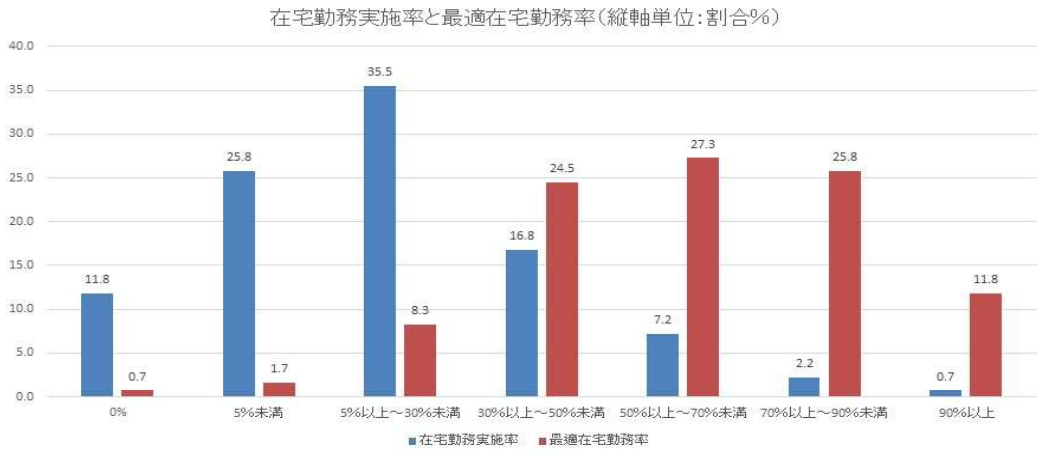
出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

19

図表 1-1-20

在宅勤務実施率と最適在宅勤務率（2025年）

- 最適な在宅勤務頻度は企業側からみれば週3日（50%以上70%未満）程度が大宗
- 2025年の在宅勤務比率実績では週1日程度（5%以上30%未満）が最も多くなっている。



出所：「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2025年」

20

図表 1-1-21

中途採用比率の推移

- まだ、水準は依然として低いものの、ここ数年で高まりをみせている。



出所：日経「スマートワーク経営」調査各年（企業調査）、
「日経サステナブル総合調査 スマートワーク経営編2024-2025年」

21

２　人的資本経営の底上げと裾野拡大を実現するために何が必要か

同研究会では、これまでの報告書を通じて、人的資本経営を「人的資本の水準拡大（人への投資)」「人的資本の稼働向上（人材の活用・従業員のウェルビーイング向上)」という二つの大きな柱と、それらを支える「人的資本経営のインフラ」（ジョブ型雇用・キャリアの自律性の確保やテクノロジー活用)、そして「人的資本の情報開示」からなる包括的なフレームワークとして整理し、各要素の取り組みが企業パフォーマンスの向上に資することを実証的に明らかにしてきた（滝澤・鶴・山本（2023、2024、2025))。例えば、滝澤・鶴・山本（2024）では、ジョブ型雇用とリスキリングが補完的な関係にあり、両者を併せて実施している企業ほどその後の労働生産性が高いことが示された。また、滝澤・鶴・山本（2025）では、人的資本経営を戦略的・統合的に実践している企業ほど労働生産性やROAが高く、三つの柱の間に補完的な効果が存在することが確認されている。

一方で、こうした分析の蓄積から浮かび上がってきたのは、人的資本経営への取り組みには大きな企業間格差が存在し、しかもその格差が固定化、あるいは拡大している懸念である。滝澤・鶴・山本（2025）では、生成AIの利活用についてスマートワーク経営に積極的な企業とそうでない企業との間で大きな利用格差が生じていることが指摘された。人的資本経営の重要性についての社会的な認識が広がり、先進的な企業の取り組みが深化する一方で、取り組みが遅れている企業が取り残されるとすれば、日本経済全体としての生産性向上や賃上げの持続性は限定的なものにとどまりかねない。本報告書のタイトルにもあるように、人的資本経営の「底上げ」（取り組み水準の低い企業の引き上げ）と「裾野拡大」（取り組む企業の広がり）こそが、今、問われている課題である。

そこで本節では、日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）の個票データをパネルデータとして活用し、人的資本経営の底上げと裾野拡大を実現するために何が必要かを、以下の四つの問いに沿って検討する。第一に、スマートワーク経営総合偏差値（以下、SW 偏差値）の高い企業と低い企業との差は何か、その特徴（属性、取り組み）の違いを分析する。第二に、調査参加時から現在までの成長率（偏差値の上昇幅）が高い企業と低い企業の特徴を、アンバランスド・パネルを用いて明らかにする。第三に、調査から離脱した企業の特徴を分析する。第四に、調査開始時から現在まで継続的に参加している企業について、①最初から高い水準を継続している企業（高位安定型)、②低い水準で参加し成長がみられない企業（低位安定型)、③参加時には低い水準であったが着実に水準の向上がみられた企業（安

定成長型）という典型的なパターンに分類し、その特徴の違いを検討する。

これらの問いに答えるため、本節では以下の六つの分析アプローチを採用する。すなわち、(A) SW 偏差値上位企業と下位企業の比較、(B) SW 偏差値上昇幅による企業グループ間の比較、(C) 調査離脱企業の分析、(D) 三類型（高位安定型・安定成長型・低位安定型）の時系列推移、(E) 三類型の初期値・平均・変化幅からみた詳細比較、(F) 企業内の変化に着目した固定効果回帰分析、である。

本節の構成は以下の通りである。次項で分析の枠組みとデータについて述べた後、第 3 項で SW 偏差値上位企業と下位企業の比較（分析 A)、第 4 項で SW 偏差値の上昇幅による比較と離脱企業の分析（分析 B・C)、第 5 項で三類型の分析（分析 D・E)、第 6 項で固定効果回帰分析（分析 F）の結果を示す。第 7 項で全体をまとめ、人的資本経営の底上げと裾野拡大への含意を述べる。

分析の枠組みとデータ

(1) データ

分析に使用するデータは、日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）である。同調査に基づき算出される SW 偏差値は、人材活用力、人材投資力（研修制度や教育支援等の充実度)、テクノロジー活用力（ICT・DX 等の技術活用度合い）等を総合した経営度評価であり、全サンプル平均 50、標準偏差 10 に標準化されている。本節では、この SW 偏差値を各企業の人的資本経営・スマートワーク経営の取り組み水準を示す総合的な客観指標として扱う。

(2) 分析変数と人的資本経営フレームワークとの対応

本節の分析変数は、これまでの報告書で提示してきた人的資本経営のフレームワークに対応付けて整理すると、以下の通りである。第一に、「人的資本の稼働向上」（ウェルビーイング向上）に対応する変数として、有給休暇取得率と在宅勤務利用率を用いる。これらは「従業員が職場にいないことを許容する仕組み」であり、働き方の柔軟性が従業員の活力を高めるレバーとして機能することは、滝澤・鶴・山本（2024）でも確認されている。第二に、「人的資本の水準向上」（人への投資）に対応する変数として、一人当たり研修費を用いる。これは従業員の能力・スキルへの直接投資であり、人的資本そのものの「質」を高めるレバーである。第三に、「人的資本経営のインフラ」（キャリアの自律性）に対応する変数として、

自己申告制度および社内公募・社内FA制度の導入の有無を用いる。これらは、社員が自らキャリアを選択できる内部労働市場の整備状況を示すものであり、滝澤・鶴・山本（2023、2024）で強調してきた、キャリアの自律性を支える「手上げの文化」の制度的基盤に他ならない。最後に、企業パフォーマンスのアウトカム指標として、労働生産性と営業利益率を用いる。

SW偏差値の高い企業と低い企業は何が違うのか（分析A）

まず、2025年の最新データを用いて、SW偏差値上位25%（第4分位）の企業と下位25%（第1分位）の企業の主要指標を比較する（図表1-2-1）。

第一に、稼働向上（ウェルビーイング）に関わる働き方の指標をみると、有給休暇取得率は下位企業の65.2%に対し上位企業は75.3%と、10.1%ポイントの差がある。在宅勤務利用率は下位企業の11.4%に対し上位企業は26.0%と、14.6%ポイントもの開きがある。第二に、水準向上（人への投資）についてみると、一人当たり研修費は上位企業が下位企業の約3倍に達しており、人材投資額に大きな格差が存在する。第三に、企業パフォーマンスをみると、労働生産性は下位企業の4,233に対し上位企業は10,858と約2.6倍、営業利益率は下位企業の5.0%に対し上位企業は13.8%と8.8%ポイントの差がある。

このように、SW偏差値の高い企業は、ウェルビーイング（働き方）、人的投資、企業パフォーマンスのすべての面で下位企業を大きく上回っている。もとより、これはクロスセクションの単純比較であり、直ちに因果関係を意味するものではない。業績の良い企業ほど人材投資や働き方改革の余力があるという逆の因果も考えられる。しかし、人的資本経営の質の高い企業ほど労働生産性やROAが高いという滝澤・鶴・山本（2025）の回帰分析の結果とも整合的であり、人的資本経営への取り組みと企業パフォーマンスが好循環を形成している姿がここでも確認できる。裏を返せば、下位企業はこの好循環に入れておらず、放置すれば格差が一層拡大しかねないことを示唆している。

SW偏差値を伸ばした企業と離脱した企業の特徴（分析B・C）

(1) SW偏差値の上昇幅が大きい企業の特徴（分析B）

次に、水準（レベル）ではなく変化（成長）に着目する。調査参加時から直近までのSW偏差値の変化幅により、企業を四つのグループ（各分位166社）に分類した（図表1-2-2）。第4分位（大幅上昇群）の変化幅は平均＋8.5、第3分位（やや上昇群）は＋2.3、第2分位

（ほぼ横ばい群）は－0.6、第1分位（低下・停滞群）は－5.6である。

ここで注目すべき第一の点は、四つのグループの初期SW水準がほぼ同じ（43～46）だということである。つまり、その後大きく伸びた企業と停滞・低下した企業は、出発点ではほとんど区別がつかない。伸びの差を生んだのは初期条件ではなく、参加後の取り組みの差であると考えられる。

第二に、では何が違ったのか。有給休暇取得率をみると、低下・停滞群のみが 55.6%と低く、他の三つのグループは61～62%で並んでいる。社内公募・社内FA制度の導入率は、大幅上昇群の42.2%に対し低下・停滞群は34.3%と、上昇群ほど高い。一人当たり研修費も、大幅上昇群が0.062と、他のグループ（0.040～0.050）を上回っている。すなわち、SW偏差値を大きく伸ばした企業は、キャリアの自律性を支える内部労働市場の整備（インフラ）、人材投資（水準向上）、働き方の柔軟性（稼働向上）という人的資本経営の各要素において、停滞した企業よりも積極的な取り組みを行っていたことがわかる。

(2) 調査から離脱した企業の特徴（分析C）

裾野拡大を考える上で見逃せないのが、調査から途中で離脱した企業の存在である。調査への継続参加企業と離脱企業を比較すると（図表1-2-2）、継続企業のSW偏差値が平均50.0であるのに対し、離脱企業は42.4にとどまる。有給休暇取得率も継続企業の71.3%に対し離脱企業は63.0%と低く、一人当たり研修費も継続企業の 0.079 に対し離脱企業は 0.046と低水準である。

すなわち、SW スコアが低い企業ほど調査から脱落しやすい傾向が明確に存在する。この事実は二つの重要な含意を持つ。第一に、分析上の含意として、継続参加企業のみを対象とした分析（バランスド・パネル）には、取り組みの進んだ企業に偏るサンプル・セレクションが生じている可能性があり、継続企業の平均値は母集団全体の姿を上方に偏って示している恐れがある点に留意が必要である。第二に、より本質的な含意として、人的資本経営の「裾野拡大」の観点からは、まさにこの離脱企業群こそが課題の中心だということである。自社の取り組みを毎年測定し、他社と比較するという調査参加の営み自体が、取り組みの「見える化」を通じて改善を促すモニタリング機能を果たしていると考えられる。取り組みが遅れている企業ほどそうした測定・比較の枠組みから退出してしまうとすれば、底上げの機会そのものが失われることになる。

継続参加企業の三類型：高位安定型・安定成長型・低位安定型（分析 D・E）

(1)　三類型の定義

次に、調査開始時から継続的に参加している企業を対象に、SW 偏差値の初期水準とその後の変化方向により企業を三つの類型に分類する（図表 1-2-3）。第一は「高位安定型」（91 社）であり、初期 SW 偏差値が上位 25%に属し、その後も高い水準を維持し続けている、いわば「優等生」グループである。第二は「安定成長型」（50 社）であり、初期 SW 偏差値は下位 25%に属していたが、その後の変化幅が＋5 以上と、大きくスコアを改善させた「後から伸びた」グループである。第三は「低位安定型」（92 社）であり、初期 SW 偏差値が下位 25%に属し、変化幅も＋2 未満と、最初から低く改善もみられない「停滞」グループである。なお、これらの類型のいずれにも該当しない企業は本分析からは除外している。

(2)　三類型の SW 偏差値の推移（分析 D）

図表 1-2-4 は、三類型の SW 偏差値の 2018 年から 2025 年までの推移を示したものである。高位安定型は 57.8 から 54.5 へと高水準を維持しつつも小幅に低下（－3.3 ポイント）している。安定成長型は 35.6 から 46.2 へと、8 年間で＋11.4 ポイントという大幅な改善を遂げた。一方、低位安定型は 35.6 から 31.6 へと、低水準にとどまるだけでなく下落傾向が続いている。

ここで強調すべきは、安定成長型と低位安定型の出発点（35.6）が全く同じだという点である。同じ水準からスタートした企業群が、8 年後には 15 ポイント近い差（46.2 対 31.6）に開いた。分析 B の結果と併せて考えれば、企業間格差を規定するのは出発点の水準ではなく、その後の取り組みの差であることが、ここでも明確に示されている。

(3)　三類型の初期値の比較（分析 E－①）

それでは、三類型は当初からどのような点で異なっていたのだろうか。図表 1-2-5 は類型別に初期値を比較したものである。企業パフォーマンスをみると、労働生産性は高位安定型 8,925、安定成長型 8,773、低位安定型 6,018、営業利益率はそれぞれ 9.9%、9.3%、5.9%である。興味深いのは、安定成長型の初期パフォーマンスが高位安定型に近く、低位安定型を明確に上回っている点である。一人当たり研修費は高位安定型 0.058、安定成長型 0.035、低位安定型 0.040、有給休暇取得率はそれぞれ 64.3%、57.7%、58.7%である。

初期値において最も顕著な差が観察されるのは、キャリアの自律性を支える制度整備で

ある。自己申告制度の導入率は高位安定型 76.9%に対し、安定成長型 26.0%、低位安定型 14.1%、社内公募・社内 FA 制度の導入率は高位安定型 70.3%に対し、安定成長型 14.0%、低位安定型 5.4%にとどまる。高位安定型は当初から内部労働市場のインフラ整備が突出して進んでおり、制度整備の差が出発点から存在していたことがわかる。

(4) 三類型の変化幅の比較（分析 E－②）

次に、観測期間中の変化幅（最終年－初期年）を類型別に比較する（図表 1-2-6)。SW 偏差値の変化幅は、高位安定型が－0.1 とほぼ横ばい、安定成長型が＋11.4、低位安定型が－2.6 である。では、安定成長型が「後から大きく変わった」原動力は何か。

第一に、社内公募・社内 FA 制度の導入率の変化をみると、安定成長型は＋34.0%ポイントと三類型中最大であり、高位安定型（＋6.6%ポイント)、低位安定型（＋1.1%ポイント）を大きく引き離している。前述の通り、安定成長型の同制度の初期導入率は 14.0%に過ぎなかったから、観測期間中に内部労働市場の整備を一気に進めたことになる。自己申告制度についても、安定成長型の導入率の変化は＋46.0%ポイントと際立って大きい。第二に、有給休暇取得率の変化幅も、安定成長型が＋9.6%ポイントと最大であり、高位安定型（＋5.9%ポイント)、低位安定型（＋0.3%ポイント）を上回る。第三に、一人当たり研修費の推移をみると（図表 1-2-7)、高位安定型は一貫して高水準を維持している一方、安定成長型は期間を通じて研修費が漸増しており、人的投資の拡大と SW 偏差値の改善が連動している。対照的に、低位安定型はいずれの面でも変化に乏しい。

以上を整理すると、安定成長型の躍進は、①社内公募・社内 FA 制度や自己申告制度といったキャリアの自律性を支えるインフラの整備、②有給休暇取得率の引き上げに象徴される働き方の柔軟化（稼働向上)、③研修費の着実な積み増し（水準向上)、という人的資本経営の三つの要素への取り組みを、参加後に本格化させたことによってもたらされたと考えられる。これは、メンバーシップ型雇用からキャリアの自律性が確保できるジョブ型雇用への移行が人的資本経営の根幹であり、自らが望むポストや研修に対して希望を表明できる「手上げの文化」の醸成が必要だとしてきた本研究会のこれまでの主張（滝澤・鶴・山本（2023、2024)）を裏付けるものといえよう。

何が SW 偏差値を高めるのか：固定効果分析（分析 F）

これまでの分析は主にグループ間の比較に基づくものであり、観察されない企業固有の

特性（経営風土、業種特性等）の影響を排除できていない。そこで本項では、企業×年のパネルデータ（n＝2,045、738 社）を用い、企業固定効果および年固定効果を含む固定効果（FE）モデルにより、SW 偏差値の決定要因を分析する。固定効果モデルは「同一企業内での変化」を捉えた推定であり、時間を通じて一定の企業特性の影響は除去される。標準誤差は企業レベルでクラスター化している。被説明変数は SW 偏差値、説明変数は有給休暇取得率、在宅勤務利用率、一人当たり研修費、自己申告制度の導入、社内公募・社内 FA 制度の導入である。

推定結果は図表 1-2-8 に示す通りである。第一に、自己申告制度の導入は SW 偏差値に対し係数＋0.559（p＝0.027）と、5%水準で有意な正の関連を示した。すなわち、同一企業において自己申告制度がある年とない年を比較すると、SW 偏差値は平均 0.56 ポイント高い。第二に、社内公募・社内 FA 制度の導入も係数＋0.565（p＝0.030）と、5%水準で有意な正の関連を示した。導入により SW 偏差値は平均 0.57 ポイント高くなる計算である。第三に、有給休暇取得率は係数＋0.025（p＝0.053）と、10%水準で有意な正の関連を示した。一方、在宅勤務利用率（＋0.011）と一人当たり研修費（＋2.123）の係数はいずれも正であるが、統計的に有意ではなかった。

固定効果推定において最も頑健に確認されたのは、自己申告制度・社内公募・社内 FA 制度という、キャリアの自律性を支える内部労働市場インフラの効果である。企業内の変化に着目してもなお、社員が自らキャリアを申告し、社内で自由に異動・応募できる仕組みの導入が SW 偏差値の向上と結びついていることは、分析 B、分析 E で観察されたパターンと整合的であり、示唆に富む。なお、研修費が有意とならなかった点については、人的投資の効果が発現するまでにラグがあること、研修費の企業内変動が相対的に小さいこと、研修費という金額指標では投資の質を捉えきれないこと等が理由として考えられ、直ちに人的投資が無効であることを意味するものではない。実際、分析 A、B、D、E でみた通り、研修費の水準は SW 偏差値の高い企業・伸びた企業で一貫して高い。また、固定効果モデルによって企業固有の特性は制御されているものの、時間可変の交絡要因が残存する可能性はあり、推定結果の因果的解釈には一定の留保が必要である。

まとめ：人的資本経営の底上げと裾野拡大のために

本節では、日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）のパネルデータを用い、六つの分析アプローチから SW 偏差値の構造とその向上要因を検討した。得られた知見は、人的

資本経営のフレームワークに沿って以下の三点に整理できる（図表 1-2-9）。

第一に、水準向上（人的投資）との関連である。一人当たり研修費は、SW 偏差値の高い企業、SW 偏差値を伸ばした企業、高位安定型企業において一貫して高い。SW 水準の維持・向上には継続的な人的資本投資が不可欠であることが示唆される。安定成長型も期間を通じて研修費を漸増させており、投資の拡大が SW 偏差値の改善と連動していた。

第二に、インフラ（キャリアの自律性）との関連である。自己申告制度・社内公募・社内 FA 制度の導入率は、類型間で最も顕著な差異を示した指標である。高位安定型では初期から 7 割超の高水準にあり、安定成長型では観測期間中に大幅に拡大（社内公募・社内 FA 制度で＋34.0%ポイント）した一方、低位安定型は依然として低水準にとどまる。固定効果分析においても両制度の導入は SW 偏差値と有意な正の関連を示しており、内部労働市場（内部人材マーケット）の整備が SW 偏差値の改善・維持に寄与している可能性が高い。

第三に、稼働向上（ウェルビーイング）との関連である。有給休暇取得率・在宅勤務利用率は SW 上位企業・上昇企業で顕著に高く、グループ間で大きな格差がある（有給休暇取得率で約 10%ポイント、在宅勤務利用率で約 15%ポイントの差）。固定効果分析でも有給休暇取得率は SW 偏差値に有意な正の関連を示しており、働き方の柔軟性が従業員の活力を高めるレバーとして機能していると考えられる。

これらの知見から、人的資本経営の底上げと裾野拡大に向けて、次の三つの含意を導くことができる。

第一に、「出発点は言い訳にならない」ということである。SW 偏差値を大きく伸ばした企業と停滞した企業の初期水準はほぼ同じであり、同じ低水準から出発した安定成長型と低位安定型は 8 年間で 15 ポイント近い差に開いた。重要なのは出発点の水準ではなく、その後の取り組みの差である。この事実は、現在取り組みが遅れている企業にとって、着実な改善が十分に可能であることを示す希望のメッセージでもある。実際、安定成長型 50 社の存在自体が、後発企業でも人的資本経営の水準を大きく引き上げられることの証左である。

第二に、後発企業が水準を引き上げる際の起点として、キャリアの自律性を支える制度インフラの整備が有力であるということである。自己申告制度や社内公募・社内 FA 制度は、大規模な資金投入を必ずしも要しない一方、固定効果分析でも頑健な正の関連が確認され、安定成長型の躍進の中核にあった。従業員が自らのキャリアに手を挙げられる仕組みを整えることは、リスキリング（水準向上）の効果を高める前提条件でもあり（滝澤・鶴・山本（2024））、そこから人的投資の拡大、働き方の柔軟化へと取り組みを広げていく道筋が、安

定成長型の経験から浮かび上がる。

第三に、裾野拡大の最大の課題は、測定と比較の枠組みの外にいる企業への働きかけだということである。SW スコアの低い企業ほど調査から離脱しやすいという事実は、取り組みの遅れた企業ほど自社の立ち位置を客観的に把握する機会を失いがちであることを示している。低位安定型のように SW 偏差値が下落傾向を続ける企業群や離脱企業群に対して、いかに測定・開示・比較の枠組みへの参加を促し、改善のきっかけを提供するかが、日本企業全体の人的資本経営の底上げに向けた鍵となる。この点で、経営トップのコミットメントの重要性については本章第 1 節で論じた通りであり、また、人的資本の情報開示が果たすべき役割については第 2 章で詳しく検討する。

最後に、本節の分析の留保と今後の課題を述べておきたい。本節の分析の多くは記述的な比較に基づくものであり、固定効果分析も因果効果の識別としては限界がある。また、調査からの離脱に伴うサンプル・セレクションの影響を明示的に補正した分析や、制度導入から効果発現までのラグ構造の解明は今後の課題である。

参考文献

滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2021）『日経スマートワーク経営研究会報告 2021－With コロナ時代の働き方の変貌と健康経営の役割』

滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2022）『日経スマートワーク経営研究会報告 2022－ポストコロナ時代を見据えた人材活用・活性化戦略とは』

滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2023）『日経スマートワーク経営研究会報告 2023－スマートワーク経営で拓く人的資本経営の未来』

滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2024）『日経スマートワーク経営研究会報告 2024－テクノロジー活用とリスキリングで拓く人的資本経営』

滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2025）『日経スマートワーク経営研究会報告 2025－生成 AI 時代の人的資本経営』

図表 1-2-1　SW 偏差値上位企業（第 4 分位）と下位企業（第 1 分位）の比較（2025 年）

(1)　主要指標の比較

指標	下位企業（第 1 分位）	上位企業（第 4 分位）	差（上位－下位）
有給休暇取得率（%）	65.2	75.3	＋10.1%pt
在宅勤務利用率（%）	11.4	26.0	＋14.6%pt
労働生産性	4,233	10,858	約 2.6 倍
営業利益率（%）	5.0	13.8	＋8.8%pt
離職率（%）	7.2	3.5	－3.7%pt
一人当たり研修費	0.041	0.121	約 3.0 倍
自己申告制度 導入率（%）	38.2	92.9	＋54.7%pt
社内公募・社内 FA 制度 導入率（%）	24.1	97.4	＋73.3%pt
社外女性取締役比率（%）	31.6	37.6	＋6.0%pt

注：2025 年調査の値。第 1 分位・第 4 分位は SW 偏差値の四分位による区分。

出所：日経スマートワーク経営調査（2025 年）より筆者作成。

図表 1-2-2　SW 偏差値の変化幅別にみた企業の特徴および離脱企業の特徴

(1)　SW 偏差値の変化幅（四分位）別の特徴

指標	第 1 分位（低下・停滞）	第 2 分位（ほぼ横ばい）	第 3 分位（やや上昇）	第 4 分位（大幅上昇）
SW 偏差値の変化幅	－5.6	－0.6	＋2.3	＋8.5
初期 SW 偏差値	45.6	45.7	44.9	42.6
有給休暇取得率（%）	55.6	62.0	61.7	61.4
在宅勤務利用率（%）	24.0	24.9	19.3	17.3
労働生産性	6,348	9,593	5,665	7,521

指標	第 1 分位（低下・停滞）	第 2 分位（ほぼ横ばい）	第 3 分位（やや上昇）	第 4 分位（大幅上昇）
営業利益率（%）	6.5	9.4	5.9	7.9
離職率（%）	6.6	6.2	4.9	5.0
一人当たり研修費	0.050	0.045	0.040	0.062
自己申告制度 導入率（%）	56.6	54.8	64.5	51.8
社内公募・社内 FA 制度 導入率（%）	34.3	36.1	36.7	42.2
企業数	166	166	166	166

注：変化幅は各企業の最終参加年と初回参加年の SW 偏差値の差。変化幅以外の指標は各企業の期間平均を分位別に平均した値。

(2) 調査離脱企業と継続企業の比較

指標	継続企業	離脱企業
SW 偏差値	50.0	42.4
有給休暇取得率（%）	71.3	63.0
在宅勤務利用率（%）	17.6	27.6
労働生産性	8,284	7,582
営業利益率（%）	10.0	7.3
離職率（%）	4.9	6.8
一人当たり研修費	0.079	0.046
自己申告制度 導入率（%）	71.8	38.3
社内公募・社内 FA 制度 導入率（%）	64.7	29.2
企業数	788	835

注：離脱企業は 2025 年調査より前に調査への参加を取りやめた企業。各指標は企業ごとの期間平均をグループ別に平均した値。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者作成。

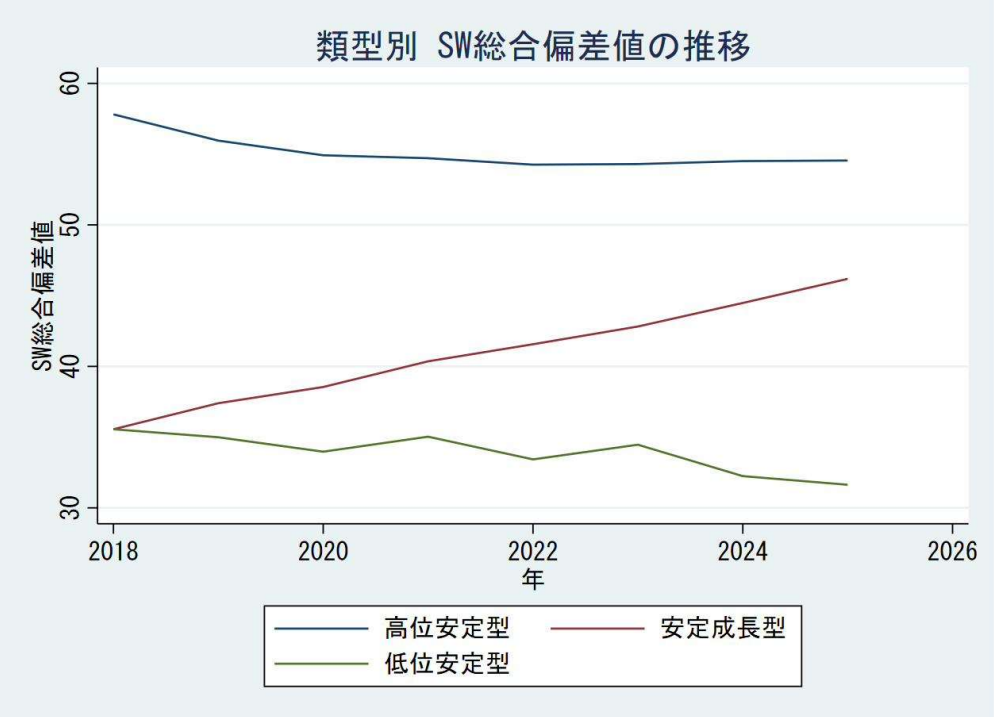
図表 1-2-3　三類型の定義と企業数

類型	定義	企業数	特徴
高位安定型	初期 SW 偏差値が上位 25%	91 社	最初から高い水準を維持し続ける「優等生」グループ
安定成長型	初期 SW 偏差値が下位 25%、かつ変化幅＋5 以上	50 社	最初は低かったが大きくスコアを改善させた「後から伸びた」グループ
低位安定型	初期 SW 偏差値が下位 25%、かつ変化幅＋2 未満	92 社	最初から低く改善もみられない「停滞」グループ

注：いずれの類型にも該当しない企業は分析から除外している。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者作成。

図表 1-2-4　三類型の SW 偏差値の推移（2018～2025 年）



注：各年の類型別平均値。高位安定型は 57.8（2018 年）から 54.5（2025 年）へ、安定成長型は 35.6 から 46.2 へ（＋11.4 ポイント）、低位安定型は 35.6 から 31.6 へ推移。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者作成。

図表 1-2-5　類型別・初期値の比較

指標	高位安定型	安定成長型	低位安定型
SW 偏差値	54.5	34.3	35.0
有給休暇取得率（%）	64.3	57.7	58.7
労働生産性	8,925	8,773	6,018
営業利益率（%）	9.9	9.3	5.9
離職率（%）	4.4	5.5	10.9
一人当たり研修費	0.058	0.035	0.040
自己申告制度 導入率（%）	76.9	26.0	14.1
社内公募・社内 FA 制度 導入率（%）	70.3	14.0	5.4
企業数	91	50	92

注：初期値は各企業の調査参加初年度における値の類型別平均。図表 1-2-4 の 2018 年値（各年の継続参加企業の平均）とは定義が異なるため、数値は一致しない。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者作成。

図表 1-2-6　類型別・変化幅の比較（最終年－初期年）

指標	高位安定型	安定成長型	低位安定型
SW 偏差値の変化幅	－0.1	＋11.4	－2.6
有給休暇取得率の変化（%pt）	＋5.9	＋9.6	＋0.3
一人当たり研修費の変化	＋0.014	＋0.007	－0.002
自己申告制度 導入率の変化（%pt）	＋4.4	＋46.0	＋0.0
社内公募・社内 FA 制度 導入率の変化（%pt）	＋6.6	＋34.0	＋1.1

指標	高位安定型	安定成長型	低位安定型
企業数	91	50	92

注：変化幅は各企業の最終参加年と初回参加年の値の差の類型別平均。制度導入率の変化はダミー変数の変化の平均に 100 を乗じた値。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者作成。

図表 1-2-7　三類型の一人当たり研修費の推移



注：各年の類型別平均値。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者作成。

図表 1-2-8　固定効果分析：SW 偏差値の決定要因

説明変数	係数	標準誤差	p 値
有給休暇取得率	0.025*	(0.013)	0.053
在宅勤務利用率	0.011	(0.008)	0.169
一人当たり研修費	2.123	(2.372)	0.371

説明変数	係数	標準誤差	p 値
自己申告制度	0.559**	(0.252)	0.027
社内公募・社内 FA 制度	0.565**	(0.260)	0.030
観測数（企業数）	2,045（738 社）		
within R^2	0.031		
between R^2	0.449		
rho	0.922		

注：被説明変数は SW 偏差値。企業固定効果および年固定効果を含む。括弧内は企業レベルでクラスター化した標準誤差。**は p＜0.05、*は p＜0.10 を示す。

出所：日経スマートワーク経営調査（2018～2025 年）より筆者推定。

図表 1-2-9　総括：人的資本経営フレームワークからみた分析結果の整理

観点	主な分析結果
水準向上（人的投資）	一人当たり研修費は、SW 上位企業・上昇企業・高位安定型において一貫して高い。安定成長型も期間を通じて研修費が漸増しており、人的投資の拡大と SW 偏差値の改善が連動している。
インフラ（キャリアの自律性）	自己申告制度・社内公募制度の導入率は類型間で顕著な差を示す。高位安定型は初期から高水準（7 割超）、安定成長型は観測期間中に大幅に拡大（社内公募・FA 制度で＋34.0%pt）した一方、低位安定型は低水準にとどまる。固定効果分析でも両制度の導入は SW 偏差値と有意な正の関連（それぞれ＋0.56pt、＋0.57pt）を示す。
稼働向上（ウェルビーイング）	有給休暇取得率・在宅勤務利用率は SW 上位企業・上昇企業で顕著に高い（上位・下位間で有給約 10%pt、在宅約 15%pt の差）。固定効果分析でも有給休暇取得率は SW 偏差値と有意な正の関連を示す。

出所：筆者作成。

第２章　人的資本経営と企業業績

第１節
山本勲（慶應義塾大学商学部教授）
第２節
滝澤美帆（学習院大学経済学部教授）

１．人的資本経営の実施と企業業績の関係

本節では、人的資本経営の実施が企業業績に与える影響について検証する。昨年度の研究では、人的資本経営の導入が利益率（ROE）や労働生産性へ与える影響をダイナミック DD 分析（イベントスタディ分析）によって推計し、人的資本経営や人的資本開示が企業業績を改善する可能性を示した。ただし、人的資本経営は比較的新しい取り組みであり、利用可能なデータ期間が限られていたことから、中長期的な効果や企業属性による違いについては十分に明らかになっていなかった。また、推計手法も変量効果モデルを使っていたため、企業の異質性については十分にコントロールされていなかった。

そこで今年度は、分析対象期間を拡張するとともに、企業価値を表す PBR（株価純資産倍率）を新たなアウトカムとして追加した。また、企業固有効果と年固有効果を考慮した固定効果モデルに加え、傾向スコアマッチング（Propensity Score Matching）を組み合わせたダイナミック DD 分析を実施することで、人的資本経営を実施しやすい企業の特性や逆の因果性による影響を可能な限り除去した。さらに、企業規模や業種、企業の市場評価水準による効果の違いに加え、企業が優先して取り組む人的資本経営施策による効果の違いについても分析を行った。

分析では、人的資本経営の開始年を基準としたイベントスタディ分析を実施し、人的資本経営の導入前後における PBR、ROE、労働生産性の変化を比較した。分析対象は 596 社、5,553 企業・年サンプルであり、従業員数や年次の影響をコントロールしている。

人的資本経営は企業業績を高めるのか

まず、人的資本経営が企業業績へ与える平均的な影響を確認する。図表 2-1-1 は、人的資

本経営の実施開始年を基準として、PBR、ROE、労働生産性がその前後でどのように変化したかをダイナミック DD 分析によって推計した結果である。横軸は人的資本経営の実施開始年からの経過年数を示しており、0 が実施開始年、-1 が実施前年、1 が実施翌年を表す。縦軸は、人的資本経営を実施した企業の各業績指標が、未実施企業と比べてどの程度変化したかを示している。点は推計値、縦線は 90%信頼区間である。

PBR についてみると、人的資本経営の実施前には推計値がゼロ近傍で推移しており、実施企業と未実施企業の間で明確に異なるトレンドは確認されず、DD 分析における平行トレンドの仮定が満たされていることがわかる。一方、実施年以降は推計値がプラスに転じ、実施年、1 年後、3 年後には 90%信頼区間でもゼロを上回っている。特に 3 年後には推計値が大きく上昇しており、人的資本経営の実施後に PBR が高まる傾向が確認される。

これに対して、ROE については、実施後の推計値はおおむねプラスで推移しているものの、信頼区間が広く、多くの年でゼロを含んでいる。そのため、人的資本経営が ROE を明確に改善したとは判断しにくい。労働生産性についても、実施年以降に一部でプラスの推計値がみられるが、効果の大きさは限定的であり、3 年後には信頼区間が大きく広がっている。

以上から、人的資本経営の効果は、短期的な収益性を表す ROE や労働生産性よりも、市場評価を表す PBR においてより明確に現れているといえる。これは、人的資本経営が直ちに利益率や生産性を押し上げるというよりも、将来の成長可能性、収益力、経営リスクの低下に対する市場の期待を通じて、企業価値を高めている可能性を示唆している。

人的資本経営がどのような企業で有効なのか

次に、人的資本経営が企業価値へ与える影響が企業属性によって異なるかを検証する。図表 2-1-2 は、PBR への影響について、企業規模、業種、PBR 水準、人手不足感の有無でサンプルを分け、それぞれについてダイナミック DD 分析を行った結果を示している。

まず、企業規模別の結果をみると、従業員 1,000 人以上の企業では、人的資本経営の実施年から PBR が継続的に上昇しており、実施年、1 年後、2 年後に 90%信頼区間でもゼロを上回っている。一方、1,000 人未満の企業では、実施直後の効果は限定的であるものの、3 年後には推計値が大きく上昇しており、中堅以下企業では人的資本経営の効果が市場評価へ反映されるまで一定の時間を要する可能性が示唆される。

次に、業種別では、非製造業において人的資本経営の効果がより明確に確認される。非製造業では実施年以降に PBR が一貫して上昇し、実施年、1 年後、2 年後で有意な正の効果が

確認される。一方、製造業でもPBRは上昇する傾向にあるものの、その効果は非製造業と比べるとやや小さく、人的資本経営はサービス業など人への投資が企業価値へ結び付きやすい産業でより効果を発揮する可能性がある。

さらに、人的資本経営実施前のPBR水準別にみると、PBRが中央値未満の企業では、実施後にPBRが継続的に上昇し、その効果も比較的大きい一方で、PBRが中央値以上の企業では、人的資本経営の実施による追加的な上昇は限定的であることがわかる。このことは、市場から十分に評価されていない企業ほど、人的資本経営への取り組みが市場による再評価につながりやすいことを示唆している。

最後に、人手不足感の有無による違いをみると、人手不足感がある企業では、人的資本経営の実施後にPBRが上昇する傾向が確認される一方、人手不足感がない企業では効果は比較的小さい。人材確保が重要な経営課題となっている企業ほど、人的資本経営への取り組みが投資家から高く評価されている可能性が考えられる。

以上の結果から、人的資本経営はすべての企業に一律の効果をもたらすわけではなく、その効果は企業属性によって異なることが明らかになった。特に、大企業、非製造業、PBRが低い企業、人手不足感のある企業では、市場評価を高める効果が比較的大きいことが確認された。一方、中堅以下企業では、効果が現れるまで一定の時間を要することから、人的資本経営は中長期的な視点で評価すべき施策であることが示唆される。

人的資本経営のどのような取り組みが有効なのか

これまでの分析から、人的資本経営は企業価値を高める効果を持つ一方、その効果は企業規模などの属性によって異なることが明らかになった。そこで次に、人的資本経営の中でも、どのような取り組みを優先することが企業価値の向上につながるのかを検証する。

「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」では、人的資本経営を推進する上で企業が優先して取り組む課題として、「人的資本の情報開示」、「階層別研修・自ら選択できる学び・キャリアの自律的支援などの人材育成・リスキリング・キャリア自律」、「従業員エンゲージメント向上や健康経営」、「多様で柔軟な働き方や女性活躍などのダイバーシティ推進」、「賃金・処遇改善」、「新たなテクノロジーの活用」など14項目について、特に重要と考えるものを3つまで回答してもらっている。本分析では、これらの回答を、「人的資本情報開示」、「人材育成・リスキリング・キャリア自律」、「エンゲージメント・健康経営」、「多様で柔軟な働き方・ダイバーシティ推進」、「賃金・処遇改善」、「テクノロジー活用」の

6 つのカテゴリーに再分類した。その上で、それぞれのカテゴリーを優先事項として挙げた企業について、人的資本経営が PBR へ与える影響を企業規模別に推計した。紙幅の都合上、以下では企業価値との関連が比較的明確に確認された「人的資本情報開示」「エンゲージメント・健康経営」「テクノロジー活用」について結果を示す。

図表 2-1-3 は、「人的資本情報開示」「エンゲージメント・健康経営」「テクノロジー活用」の 3 つの優先事項について、それぞれを重視している企業を対象に、企業規模別に PBR への影響を推計した結果である。まず、「人的資本情報開示」を優先する企業についてみると、従業員 1,000 人以上の大企業では、人的資本経営の実施年以降、PBR が継続的に上昇している。一方、1,000 人未満の企業では、そのような傾向は確認されず、人的資本情報開示の効果は限定的である。人的資本情報の開示は、投資家との対話が活発な大企業ほど市場から評価されやすいことを示唆している。

次に、「エンゲージメント・健康経営」を優先する企業についてみると、大企業では人的資本経営の実施後に PBR が上昇する傾向が確認される。ただし、中堅以下企業でも一定のプラスの効果はみられるものの、大企業ほど明確ではない。従業員エンゲージメントや健康経営への取り組みは、企業の持続的な成長力や人的資本の質を示すシグナルとして、市場から評価されている可能性がある。

一方、「テクノロジー活用」を優先する企業では、これまでとは異なる結果が得られた。1,000 人未満の企業では、人的資本経営の実施年以降に PBR が大きく上昇し、特に実施 2 年後には比較的大きな正の効果が確認される。他方、大企業でも PBR は上昇する傾向にあるものの、その効果は中堅以下企業ほど顕著ではない。中堅以下企業では、DX や AI などのテクノロジー活用によって人的資本への投資効果を高めることが、市場評価の改善につながりやすいものと考えられる。

以上の結果から、人的資本経営において有効な施策は企業規模によって異なることがわかる。大企業では人的資本情報開示やエンゲージメント・健康経営を重視することが企業価値向上につながる一方、中堅以下企業ではテクノロジー活用を優先することがより高い効果をもたらす可能性がある。したがって、人的資本経営を推進する際には、一律の施策を導入するのではなく、自社の規模や経営環境に応じて優先順位を設定することが重要である。

補足１：ROE・労働生産性への影響は企業属性によって異なる

人的資本経営は PBR に対しては明確な正の効果が確認された一方で、ROE および労働生産

性については平均的には統計的に有意な影響は確認されなかった。しかし、企業属性別に分析すると、一部では異なる結果が得られる。

図表 2-1-4（1）は人的資本経営の ROE への影響を示しているが、企業規模、業種、人手不足感の有無で分析したものの、いずれについても一貫した統計的有意性は確認されなかった。このことから、人的資本経営は短期的な収益性を直接改善するというよりも、ROE への影響は企業属性を考慮しても限定的であると考えられる。

これに対して、図表 2-1-4（2）は労働生産性への影響を示しているが、平均的には有意な影響は確認されなかったものの、企業規模別では従業員 1,000 人未満の企業、業種別では製造業、人手不足感のある企業では、人的資本経営の実施後に労働生産性が有意に向上する傾向が確認された。これらの企業では、人的資本への投資が業務効率化や技能向上、人材配置の改善などを通じて、一人当たりの生産性向上につながりやすい可能性が示唆される。

以上の結果から、人的資本経営の効果は ROE には必ずしも反映されない一方、労働生産性については企業属性によって一定の改善効果が認められる。特に、中堅以下企業、製造業、人手不足企業では、人的資本経営が生産性向上を通じて中長期的な企業価値向上に寄与する可能性がある。

補足 2：健康経営が企業業績に与える影響

最後に、人的資本経営との比較のため、健康経営が企業業績へ与える影響についても同様の分析を行った。健康経営は人的資本経営を構成する重要な施策の一つであることから、その実施が企業価値や企業業績に与える影響を検証する。

分析手法は人的資本経営と同様であり、傾向スコアマッチングを組み合わせたダイナミック DD 分析（イベントスタディ分析）を用いて、健康経営の実施前後における PBR、ROE および労働生産性の変化を推計した。ただし、健康経営は人的資本経営よりも以前から取り組まれてきた企業が多く、利用可能なデータ期間も長いため、本分析では実施後 5 年までの影響を推計している。

図表 2-1-5（1）は、健康経営が PBR、ROE および労働生産性へ与える平均的な影響を示している。PBR については、健康経営の実施後に推計値が継続的に上昇しており、実施 3 年後以降には 90%信頼区間でもゼロを上回る結果となっている。これは、健康経営が市場から将来の成長性やリスク低下への取り組みとして評価され、企業価値の向上につながっている可能性を示唆している。

一方、ROE については、実施後にプラス方向への推計値がみられるものの、信頼区間が広く、平均的には統計的に有意な改善効果は確認されなかった。労働生産性については、健康経営の実施後に緩やかな上昇傾向がみられるものの、平均的な効果は限定的である。

次に、図表 2-1-5（2）で企業属性別の結果をみると、PBR については、従業員 1,000 人以上の企業および人手不足感のある企業において、健康経営の実施後に比較的明確な正の効果が確認された。一方、ROE については平均的な分析と同様に明確な有意性は確認されないものの、1,000 人未満の企業、製造業、人手不足感のある企業では改善傾向がみられた。また、労働生産性については、1,000 人未満の企業、製造業、人手不足感のある企業で比較的明確な正の効果が確認された。

以上の結果から、健康経営についても人的資本経営と同様に、市場評価を示す PBR に対しては比較的明確な正の影響が認められるものの、ROE や労働生産性への影響は企業属性によって異なることが示された。特に、人手不足企業や製造業、中堅以下企業では、健康経営が従業員の健康維持・増進を通じて生産性や収益性の改善に寄与する可能性が示唆される。ただし、本分析は補足的な検証であり、健康経営の効果については今後さらにデータの蓄積を踏まえた検証が望まれる。

まとめ

本節では、人的資本経営が企業業績に与える影響について、傾向スコアマッチングと固定効果モデルを組み合わせたダイナミック DD 分析により検証した。分析の結果、第一に、人的資本経営は利益率（ROE）や労働生産性よりも、市場評価を表す PBR に対してより明確な正の影響を与えることが確認された。人的資本経営は短期的な収益性を高めるというよりも、企業の将来性や成長力に対する市場の期待を通じて企業価値を向上させる取り組みである可能性が示唆される。

第二に、その効果は企業属性によって異なることもわかった。すなわち、大企業、非製造業、PBR が相対的に低い企業、人手不足感のある企業では、市場評価を高める効果が比較的大きかったが、中堅以下企業では効果が現れるまで時間を要する傾向がみられた。

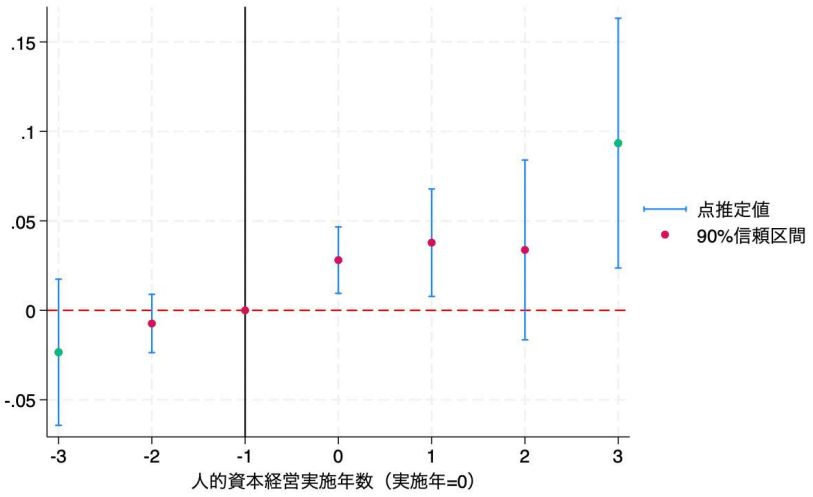
第三に、企業規模によって優先すべき人的資本経営施策も異なることが確認された。大企業では人的資本情報開示やエンゲージメント・健康経営を重視することが企業価値向上につながる一方、中堅以下企業ではテクノロジー活用を重視する企業で効果が大きいことが示された。

最後に、補足分析では、ROE や労働生産性についても一部の企業属性では改善効果が確認された。また、健康経営についても人的資本経営と同様に、市場評価を中心として企業価値向上に寄与する可能性が示された。

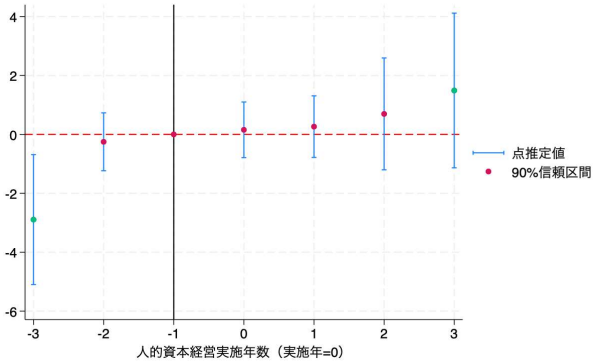
以上の結果から、人的資本経営は企業価値を高める有効な経営戦略である一方で、その効果を最大限に引き出すためには、企業の規模や経営環境に応じて重点的に取り組む施策を選択することが重要であるといえる。

図表 2-1-1　　人的資本経営が企業業績へ与える影響（ダイナミック DD 分析）

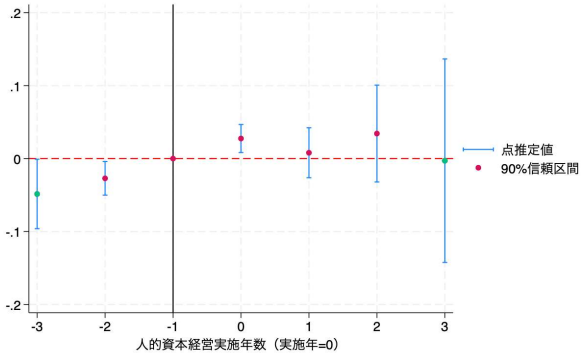
（1）PBR



（2）ROE



（3）労働生産性

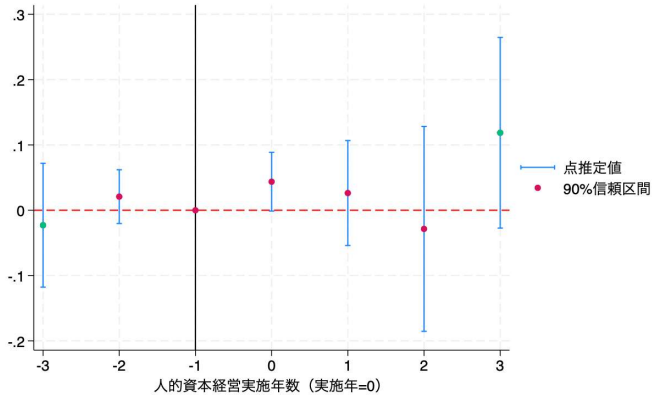


資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　1）　縦線は 90%信頼区間。
　　2）　サンプルサイズは 5,553（企業数 596）。

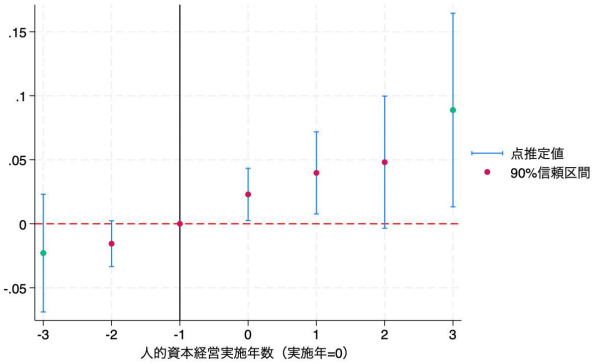
図表 2-1-2　人的資本経営が PBR へ与える影響：企業属性別

(1) 企業規模別

▽ 1000 人未満

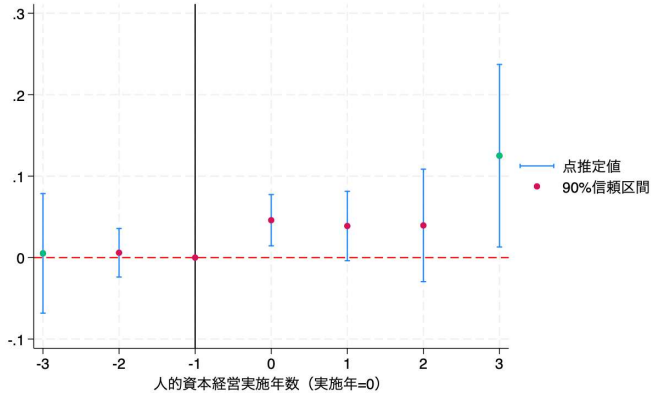


▽ 1000 人以上

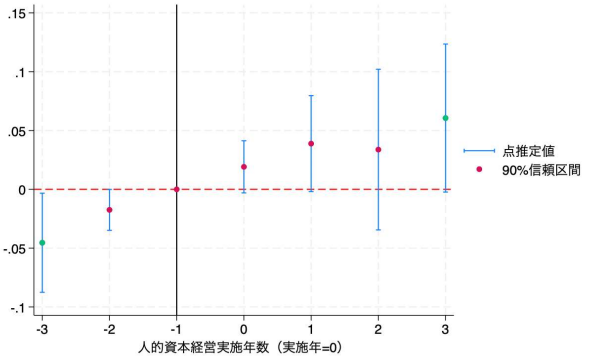


(2) 業種別

▽ 非製造業

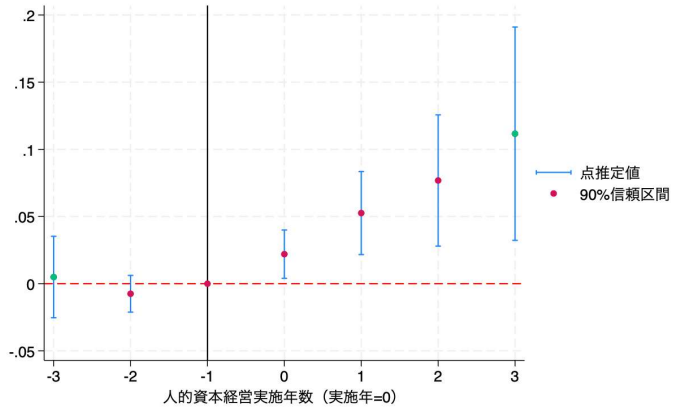


▽ 製造業

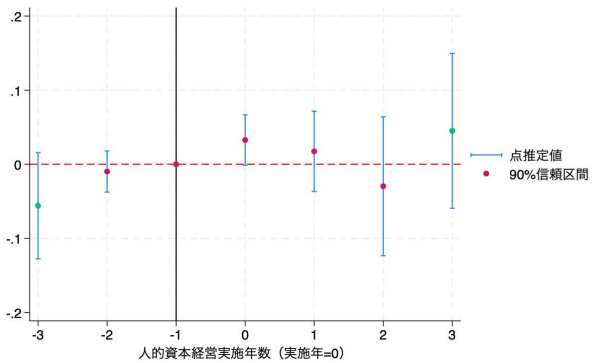


(3) PBR 水準別

▽ PBR 中央値未満

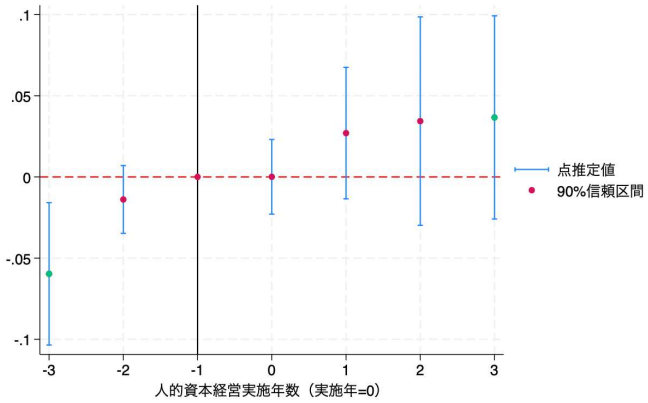


▽ PBR 中央値以上

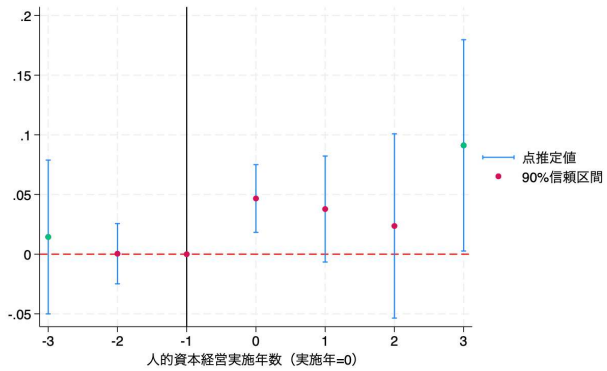


(4) 人手不足感の有無別

▽ 人手不足感なし



▽ 人手不足感あり

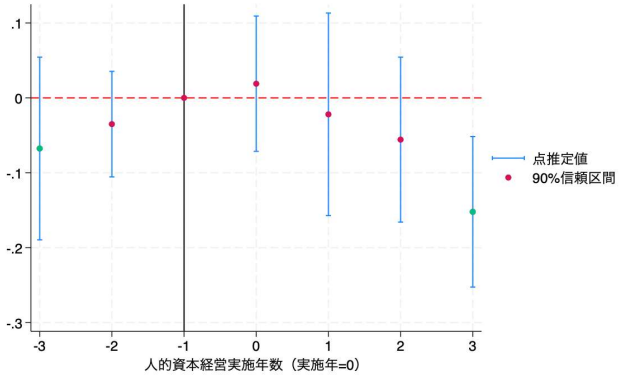


資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　1）縦線は 90%信頼区間。
　　2）サンプルサイズは 5,553（企業数 596）。

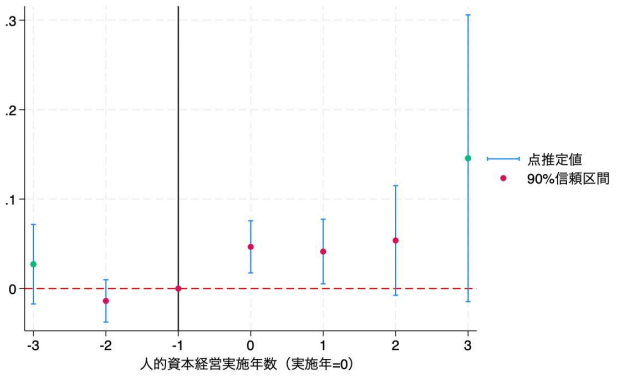
図表 2-1-3　　人的資本経営が PBR へ与える影響：優先取組事項（企業規模別）

(1) 人的資本情報開示

▽ 人的資本情報開示・1000 人未満

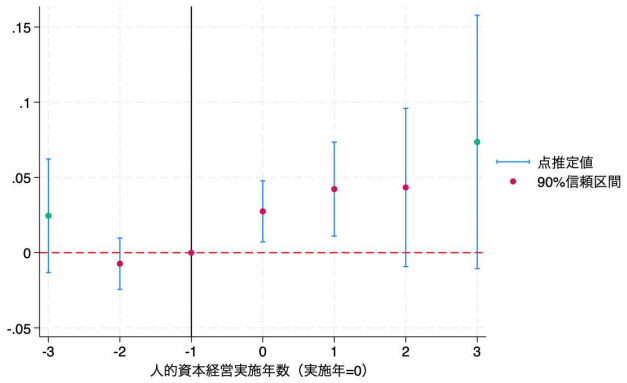


▽ 人的資本情報開示・1000 人以上

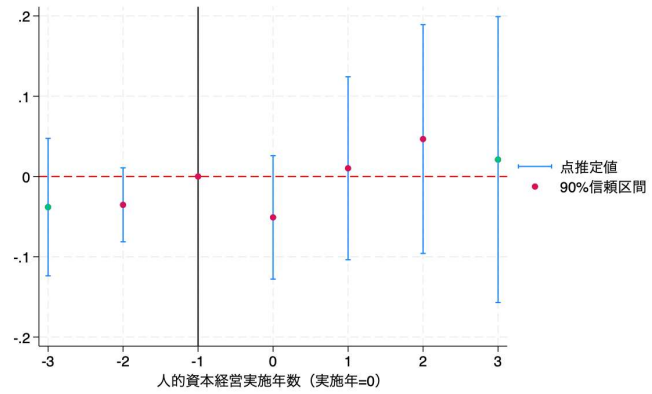


(2) エンゲージメント&健康経営

▽ エンゲージメント&健康経営・1000 人未満

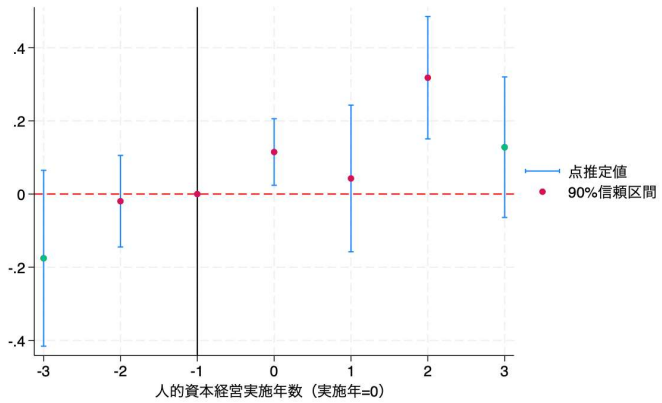


▽ エンゲージメント&健康経営・1000 人以上

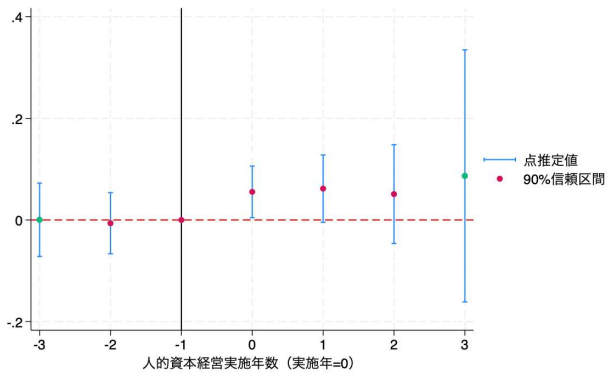


(3) テクノロジー活用

▽ テクノロジー活用・1000 人未満



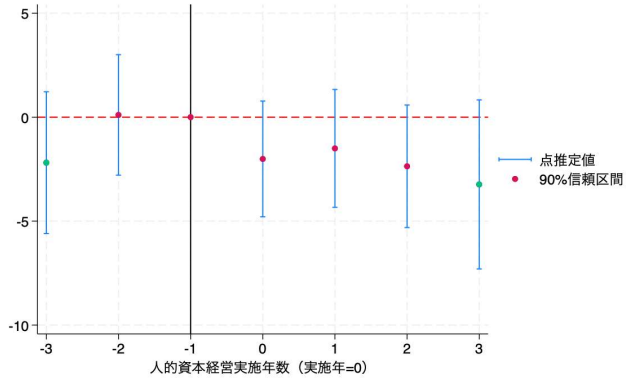
▽ テクノロジー活用・1000 人以上



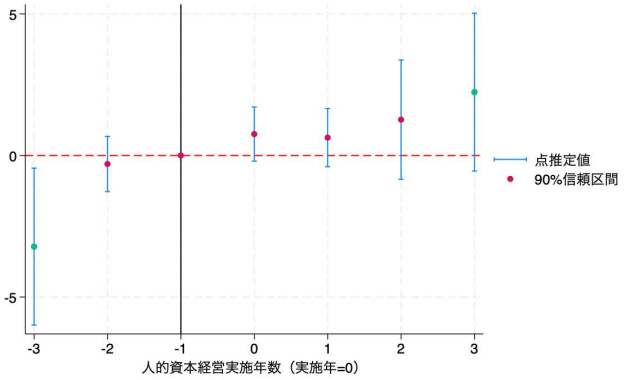
図表 2-1-4　　人的資本経営が ROE と労働生産性へ与える影響：企業属性別

(1) ROE への影響

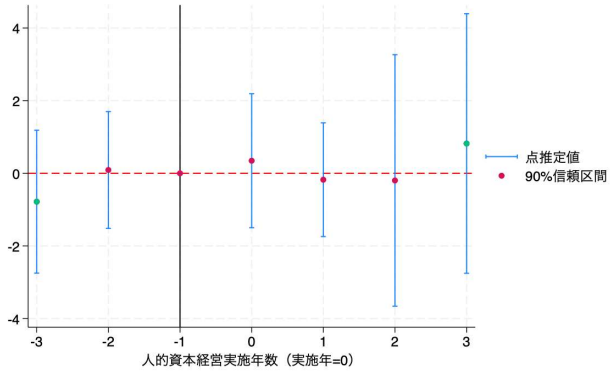
▽ 1000 人未満



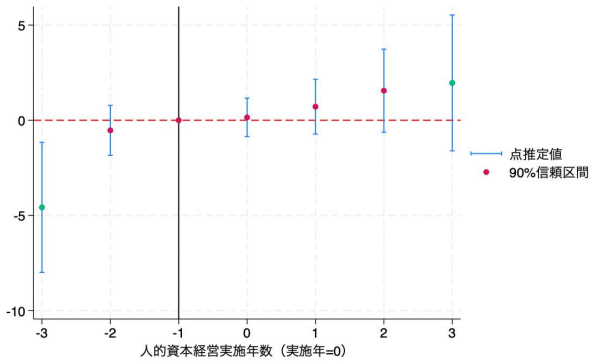
▽ 1000 人以上



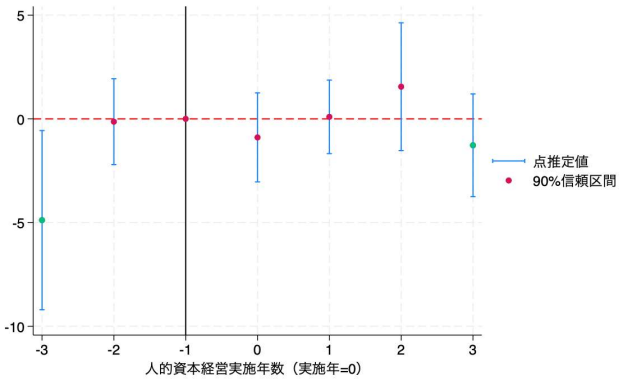
▽ 非製造業



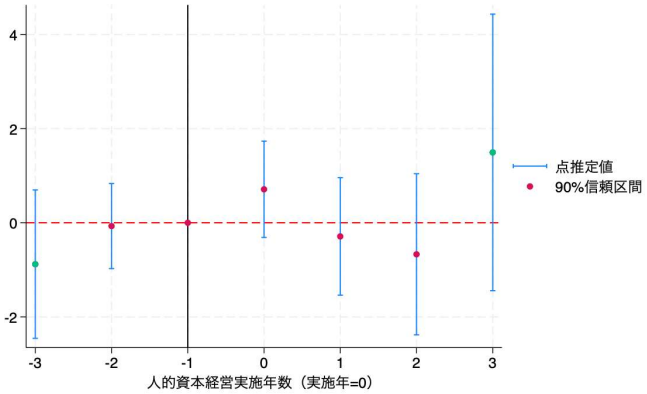
▽ 製造業



▽ 人手不足感なし

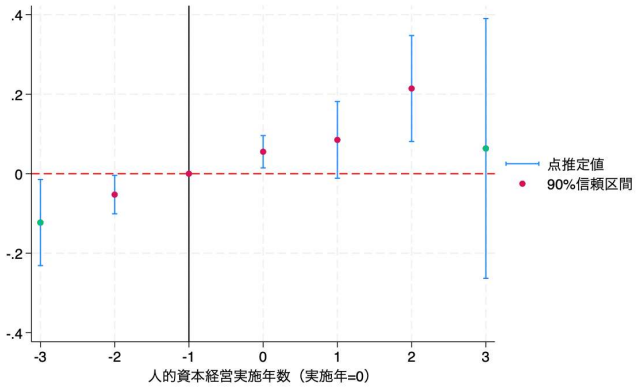


▽ 人手不足感あり

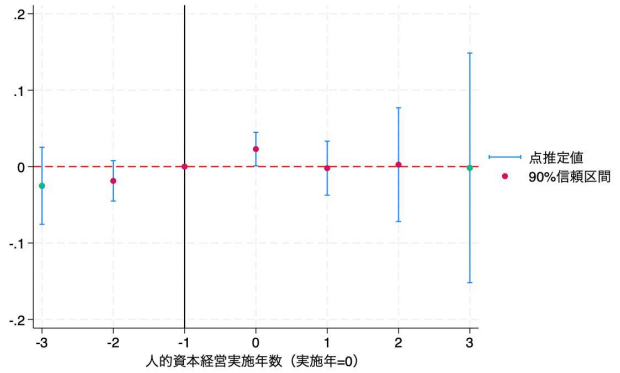


(2) 労働生産性への影響

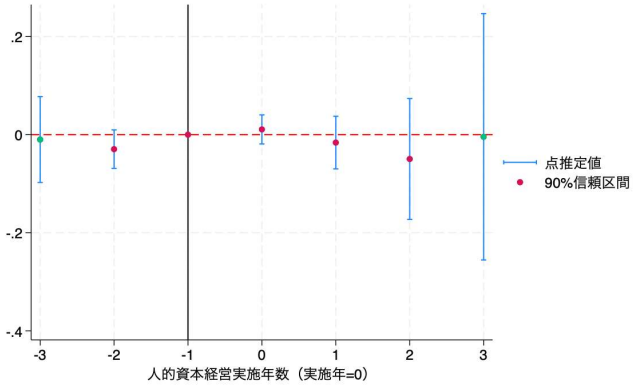
▽ 1000 人未満



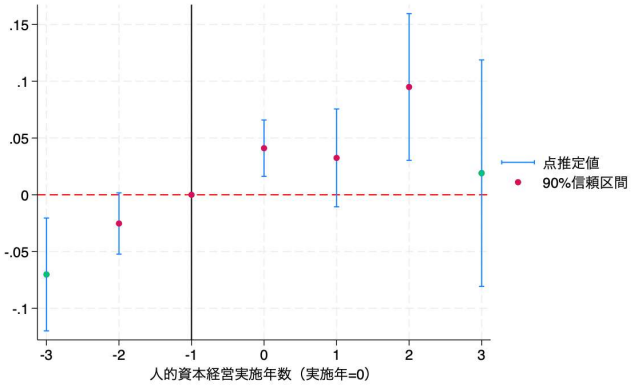
▽ 1000 人以上



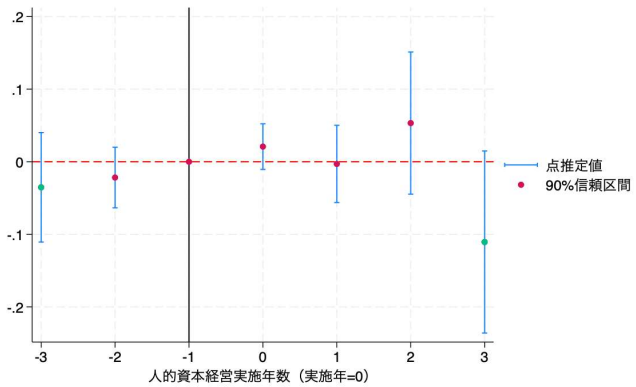
▽ 非製造業



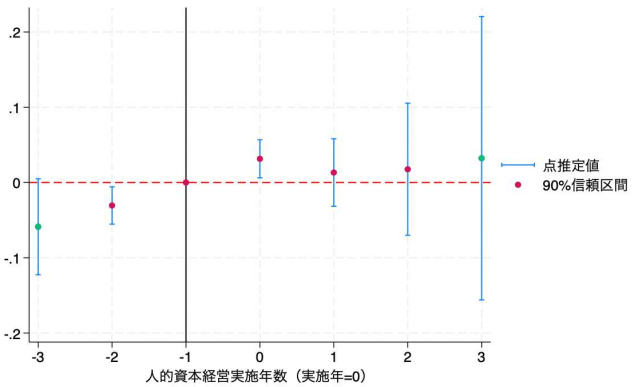
▽ 製造業



▽ 人手不足感なし



▽ 人手不足感あり

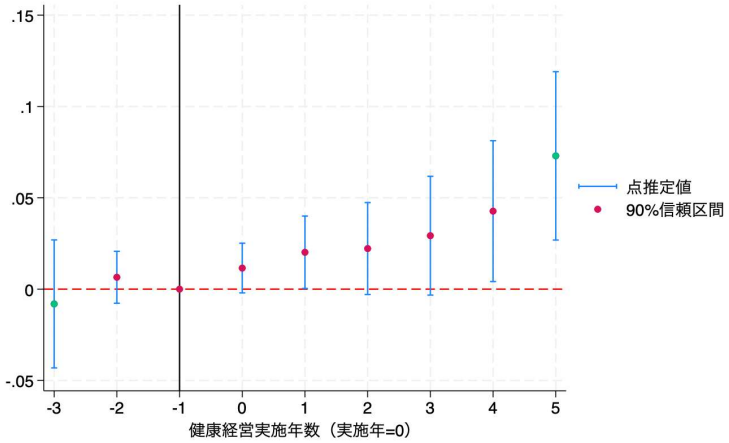


資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　1）　縦線は 90%信頼区間。
　　2）サンプルサイズは 5,553（企業数 596）。

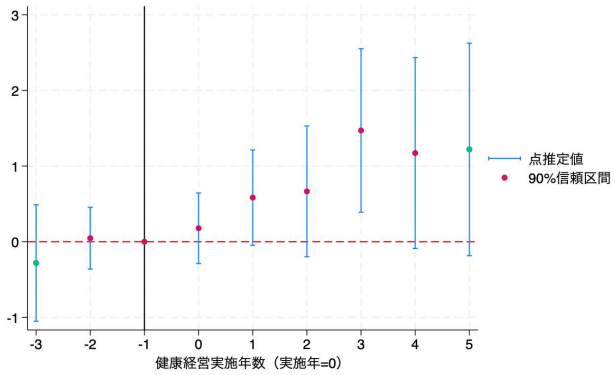
図表 2-1-5　　健康経営が企業業績に与える影響

(1) PBR、ROE、労働生産性への影響

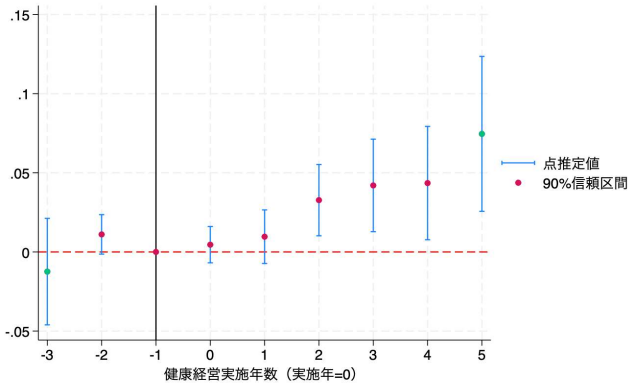
▽ PBR



▽ ROE



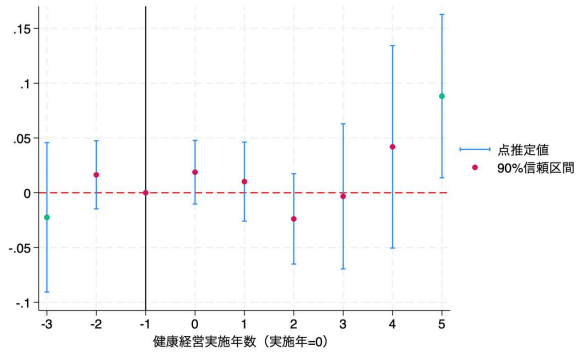
▽ 労働生産性



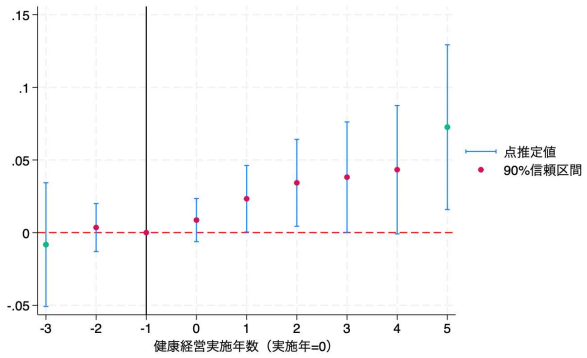
(2) 企業属性別の PBR、ROE、労働生産性への影響

【PBR】

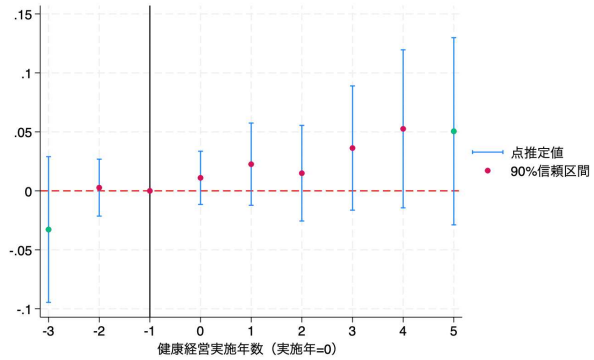
▽ 1000 人未満



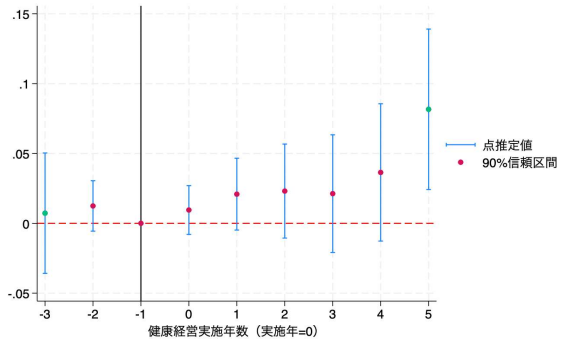
▽ 1000 人以上



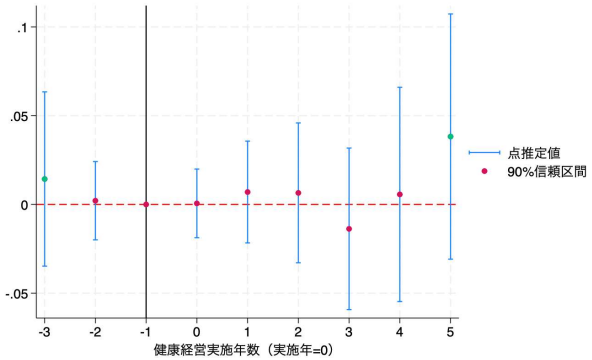
▽ 非製造業



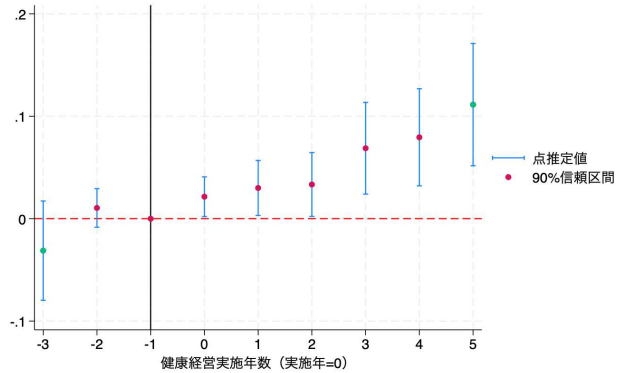
▽ 製造業



▽ 人手不足感なし

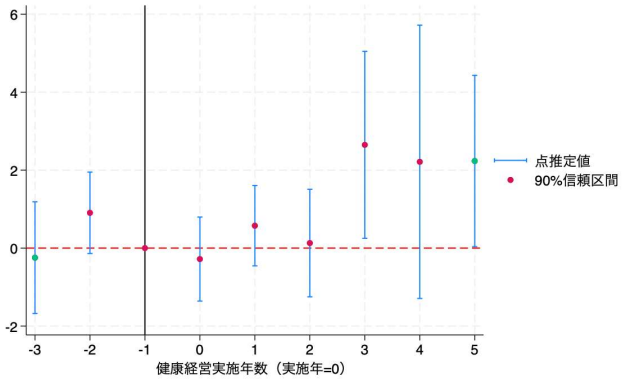


▽ 人手不足感あり

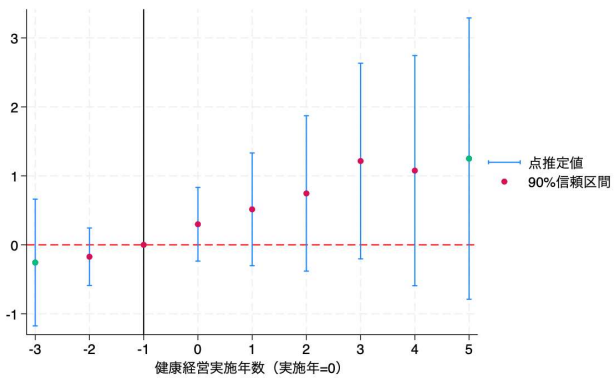


【ROE】

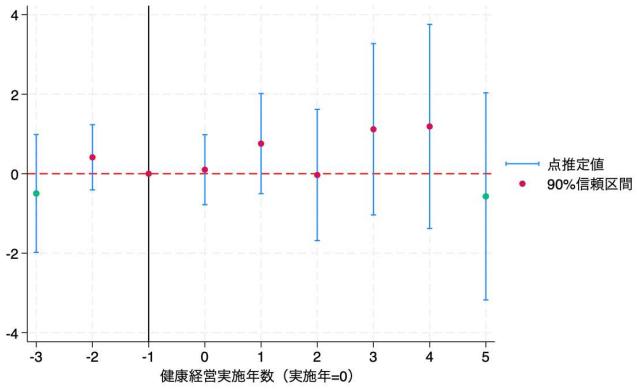
▽ 1000 人未満



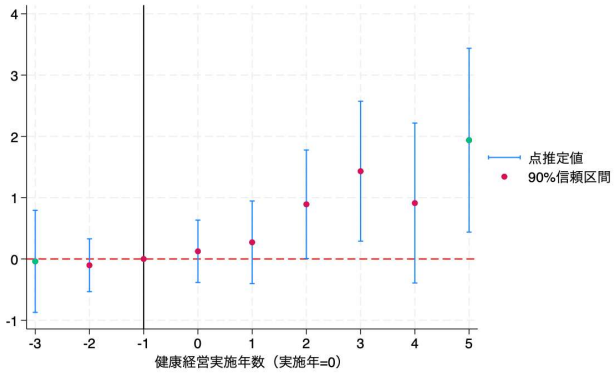
▽ 1000 人以上



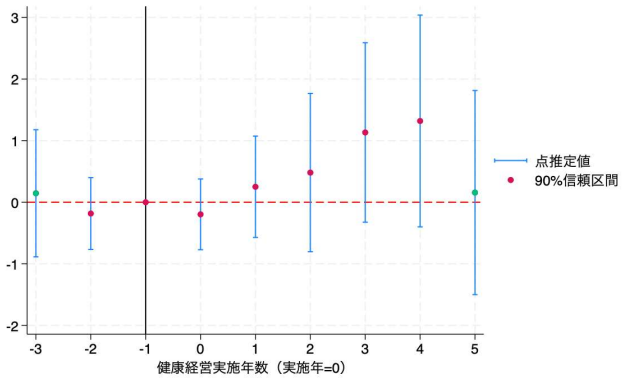
▽ 非製造業



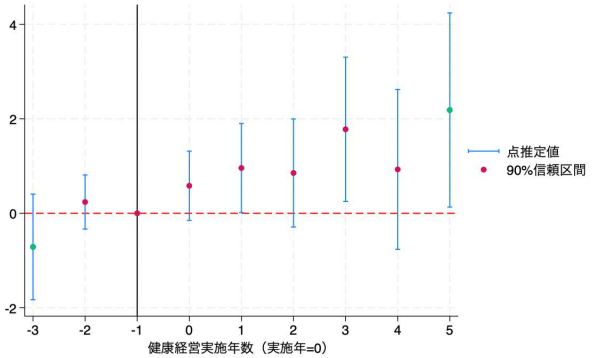
▽ 製造業



▽ 人手不足感なし

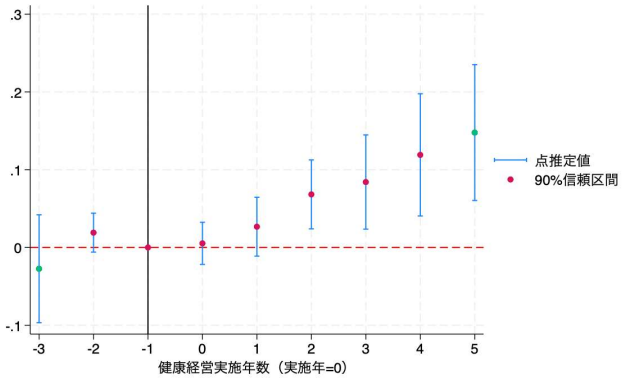


▽ 人手不足感あり

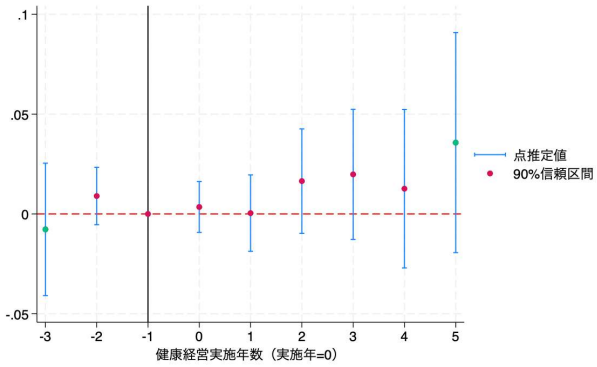


【労働生産性】

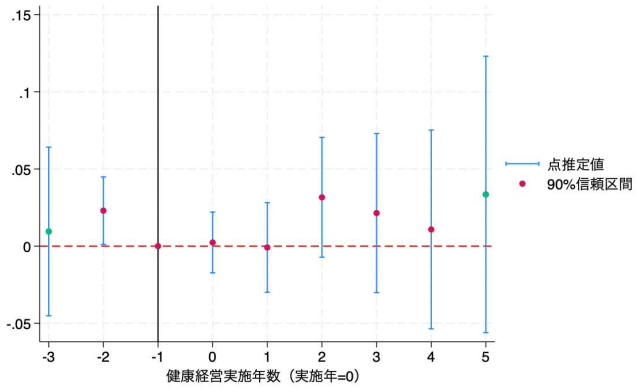
▽ 1000 人未満



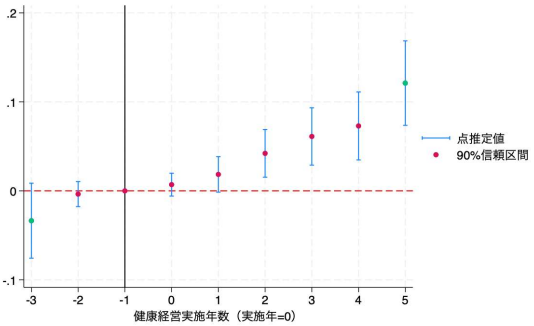
▽ 1000 人以上



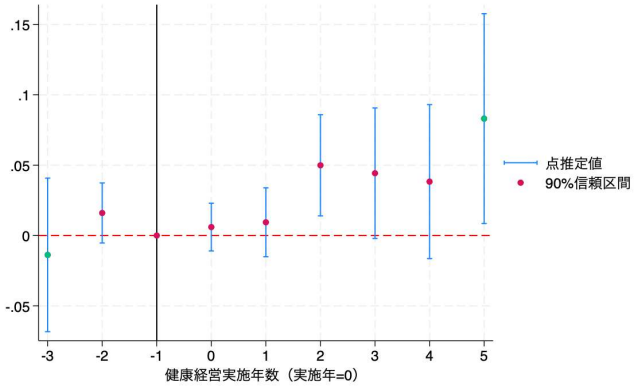
▽ 非製造業



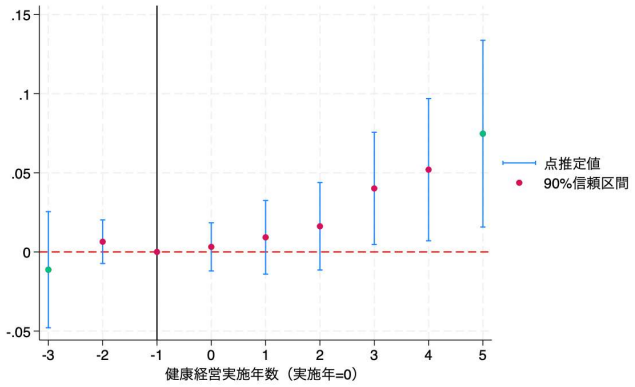
▽ 製造業



▽ 人手不足感なし



▽ 人手不足感あり



資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　1）縦線は 90%信頼区間。
　　2）サンプルサイズは 5,553（企業数 596）。

２　人的資本の情報開示と企業業績～人的資本経営は企業価値を高めるか

人的資本という無形資産を、制度として開示し、企業間で比較できる環境が急速に整いつつある。2021 年 6 月のコーポレートガバナンス・コード改訂でサステナビリティ開示が重視されたのに続き、2023 年 1 月の「企業内容等の開示に関する内閣府令」改正により、2023 年 3 月期決算から、有価証券報告書提出会社（上場企業等、約 4,000 社）を対象に人的資本の情報開示が義務化された。開示内容は、人材育成方針・社内環境整備方針といった「戦略」と、女性管理職比率、男性育児休業取得率、男女間賃金格差などの「指標及び目標」であり、2026 年 3 月期からは開示項目のさらなる拡充も予定されている。人的資本を定量的に把握・比較できるデータ基盤が整いつつあることは、本節の分析の前提である。

こうした開示制度の整備が求められる背景には、企業価値の源泉が工場や機械といった有形資産から、人材・組織・ブランドといった無形資産へと移行しているにもかかわらず、その多くが財務諸表にはほとんど計上されないという問題がある。無形資産の計測に関する標準的な枠組みである Corrado, Hulten and Sichel（2005）の分類でいえば、ソフトウェアや研究開発の一部は資産計上されるものの、人的資本や組織資本を含む「経済的競争力」資産は会計上ほぼ捕捉されない。市場の側でも、2023 年 3 月に東京証券取引所がプライム・スタンダード市場の全上場会社に対して「資本コストや株価を意識した経営」を要請した際、その背景にはプライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割が PBR（株価純資産倍率）1 倍割れまたは ROE8％未満という状況があった。PBR1 倍割れは、資本収益性が資本コストに届いていない、あるいは将来の成長性が市場で十分に評価されていないことの一つの目安であり、人材力や組織資本といった無形資産が市場評価に十分反映されていない可能性を示唆する。情報開示は、貸借対照表に表れない人的資本を投資家に対して「可視化」する主要な手段であり、その充実が実際に市場評価と結びついているのかを検証することには大きな意義がある。

本研究会でも、人的資本の情報開示と企業パフォーマンスの関係について分析を積み重ねてきた。滝澤・鶴・山本（2023）第 2 章では、人的資本関連情報の開示項目数が多い企業ほど翌期の株式時価総額の上昇率が高い傾向が単純相関では確認されるものの、企業固定効果を考慮すると有意な関係は認められなくなることを報告した。滝澤・鶴・山本（2024）第 2 章第 3 節では、開示の項目数（量）ではなく開示の「質」（指標の開示、複数年度の開示、測定方法の開示、従業員属性別の開示、内容別の開示という五つの側面の充足度）に着

目し、産業や企業規模をコントロールしても、開示の質が高い企業ほど労働生産性が有意に高いことを示した。さらに滝澤・鶴・山本（2025）第 2 章第 2 節では、2019～2023 年のパネルデータを用いたダイナミック DID（イベント分析）により、人的資本経営・開示の開始年に ROE が有意に上昇すること、人的資本「開示」の開始はその後の労働生産性も高めること、そしてその影響は人的資本経営の実施そのものよりも開示において大きいことを明らかにしている。

これらの分析は、開示と企業の「業績」（生産性・収益性）との関係を検証したものであった。残された問いは、人的資本の情報開示が資本市場においてどのように評価されているか、である。開示は投資家のリスク評価を下げ、資本コストの低下をもたらすのか。それとも、成長期待の形成を通じて企業価値を高めるのか。本節では、人的資本開示の充実度を測る指標（HCIndex）を構築し、株価リスク（β 値）、PBR、トービンの Q という三つの市場指標との関係を検証する。本節の構成は以下の通りである。第 2 項で仮説として二つのチャネルを提示し、第 3 項でデータと HCIndex の構築方法、第 4 項で推計の枠組みを説明する。第 5 項で推計結果を示し、第 6 項で結果の解釈を行ったうえで、第 7 項でまとめと含意を述べる。

仮説：リスク低減チャネルと成長期待チャネル

情報の非対称性が存在する資本市場では、企業による自発的・制度的な情報開示は、投資家の企業に対する評価を二つの異なる経路で変化させうる。

第一は、リスク低減チャネル（チャネル A）である。人的資本への投資やその開示は、組織の安定性や経営の透明性を高め、投資家が感じる不確実性を低下させる。投資家のリスク認識が低下すれば、株価リスクを表す β 値が低下し、株主資本コストの低下につながる。このチャネルが支配的であれば、開示充実度（HCIndex）の β 値に対する係数は負になると予測される。人的資本開示が資本コストの低下という「守り」の便益をもたらすという見方であり、企業実務において人的資本開示がしばしば「安定した経営基盤のアピール」と位置付けられることとも整合的な仮説である。

第二は、成長期待チャネル（チャネル B）である。人的資本の開示は、貸借対照表に計上されない無形資産の価値を可視化し、投資家の成長期待の形成を促す。このチャネルが支配的であれば、開示充実度の係数は、市場評価を表す PBR や成長期待を反映するトービンの Q に対して正になると予測される。人的資本が将来の収益を生み出す「攻め」の資産として市

場に値付けされるという見方である。

二つのチャネルは相互排他的ではないが、どちらが強く働いているかによって、人的資本開示の政策的・実務的な位置付けは大きく異なる。これはデータで検証すべき実証的な問いである。

データと HCIndex の構築

分析に使用するデータは、滝澤・鶴・山本（2024）第 2 章第 3 節と同じく、日経スマートワーク経営調査の人的資本の開示の質を捉える設問である。同設問では、①研修時間・費用、②離職率、③男女管理職比率、④男女給与格差、⑤従業員エンゲージメントの五つの指標について、(a) 指標の開示、(b) 複数年度の開示、(c) 測定方法の開示、(d) 従業員属性別の開示、(e) 内容別の開示、という開示の五つの側面のそれぞれを実施しているか否かを尋ねている（図表 2-2-1)。

この設問を用いて、指標ごとに開示の充実度を 0〜1 で測定する。すなわち、該当する側面をすべて開示していれば 1、一つだけであれば 0.2 となる変数を各指標について作成し、五つの指標の開示充実度の平均値を HCIndex と定義する。五つの指標は、人材育成への投資（研修)、人材の定着・安定（離職率)、多様性・登用（女性管理職比率)、処遇の公正性（男女給与格差)、動機づけ・活力（エンゲージメント）という人的資本の複数の側面をカバーしており、2023 年 3 月期以降の有価証券報告書における人的資本開示項目とも整合的である。

被説明変数は、三つの市場指標である。第一に、株価リスクを表すβ値であり、市場が感じる当該企業の不確実性を捉える。第二に、市場評価を表す PBR（株価／一株当たり純資産）である。第三に、頑健性の確認を兼ねて、成長期待を反映するトービンの Q（時価総額／総資産）を用いる。

推計の枠組み

推計式は以下の通りである。

$$Yit = \alpha + \beta \cdot HCIndexit + \gamma \cdot \ln(\text{従業員数})it + \text{産業固定効果} + \text{年固定効果} + \varepsilon it$$

被説明変数 Y は、β値、PBR、トービンの Q のそれぞれである。関心のあるパラメータは HCIndex の係数βであり、企業規模（従業員数の対数値)、産業特性、年次の影響をコント

ロールしたうえで、開示充実度と市場指標の関係を抽出する。推計はOLSにより行い、標準誤差は企業IDでクラスタリングしている。サンプルサイズは推計により異なるが、おおむね641〜715社である。

推計結果

(1) ベースラインの結果

図表2-2-2は、ベースラインの推計結果である。結果は明確である。第一に、HCIndexのβ値（リスク）に対する係数は0.149と正であり、10%水準で弱く有意にとどまる。すなわち、開示の充実がリスク認識の低下をもたらすという結果は得られておらず、係数の符号はむしろ僅かに正である。リスク低減チャネル（チャネルA）は支持されない。第二に、HCIndexのPBRに対する係数は0.566、トービンのQに対する係数は0.345であり、いずれも1%水準で強く有意に正である。人的資本開示の充実度が高い企業ほど市場評価が高いという関係が、二つの企業価値指標で頑健に確認され、成長期待チャネル（チャネルB）と整合的な結果となっている。なお、企業規模もPBR・トービンのQに対して有意に正であり、規模の大きい企業ほど市場評価が高い傾向がみられる。

規模別の分析

次に、サンプルを従業員数2,000人を境に「中堅以下（2,000人未満）」と「大企業（2,000人以上）」に分割して推計した（図表2-2-3）。中堅以下の企業では、HCIndexの係数はPBRに対して0.713（1%水準で有意）、トービンのQに対して0.532（同）と、全サンプルよりもさらに大きく、強く有意である。一方、大企業ではPBRに対して0.308、トービンのQに対して0.123と、いずれも統計的に有意ではない。β値についても、中堅以下で0.229（10%水準）、大企業で0.078（非有意）である。

この対比は、人的資本開示の限界的な情報価値が中堅企業において特に高いことを示唆する。大企業については、アナリストのカバレッジや報道等を通じて人的資本に関する情報がすでに市場に織り込まれている可能性がある。逆にいえば、中堅企業は「投資家からまだ十分には見えていない」状態にあり、開示を充実させることで市場評価が大きく動く余地が残されていると解釈できる。

個別指標の分析：どの開示が市場に効くか

HCIndex を構成する五つの指標のうち、どの開示が市場評価と結びついているのかを確認するため、指標ごとの開示充実度を説明変数とする推計を行った（図表 2-2-4)。三つの市場指標すべてで有意となったのは離職率の開示のみであり、係数はβ値に対して 0.110（10%水準)、PBR に対して 0.275（5%水準)、トービンの Q に対して 0.207（1%水準）と、いずれも正である。研修時間・費用、女性管理職比率、男女給与格差、従業員エンゲージメントの開示は、いずれの市場指標に対しても有意な関係が確認されなかった（エンゲージメントの PBR に対する係数は正で比較的大きいものの、p 値は 0.12 にとどまる)。

離職率は、業種を超えて比較・解釈がしやすい指標である。離職率という、企業にとって必ずしも見栄えがよいとは限らない情報を属性別・複数年度にわたって網羅的に開示できること自体が、「人材管理に自信がある」というシグナルとして市場に伝わっている可能性がある。開示の中身以上に、不利になりうる情報も含めて正直に開示する姿勢が評価されているとすれば、開示の「網羅性」がもつシグナリング機能を示唆する興味深い結果である。

結果の解釈：人的資本は「守り」ではなく「攻め」の資産

標準的な理論が想定するのは、人的資本投資・開示が組織の安定性と透明性を高め、リスク低下を通じて資本コストを下げ、株価を押し上げるという経路、すなわち人的資本を「守りの資産」とみる見方であった。しかし本節の実証結果は、この見方を支持しない。β値は低下せず、符号はむしろ僅かに正である一方、PBR・トービンの Q は大きく有意に上昇している。投資家は、人的資本開示を積極的に行う企業を「リスクが低い安定した会社」としてではなく、「成長が期待できる会社」として評価している。人的資本は、リスクを下げる「守り（ディフェンシブ)」の資産というよりも、成長を生み出す「攻め（グロース)」の資産として市場に値付けされている可能性が高い。貸借対照表に表れない人材力という無形資産に対して、市場が実際に価格を付け始めていることを示す結果といえる。

ただし、結果の解釈には三点の留意が必要である。第一に、因果の向きである。本節の推計は開示充実度と市場指標の相関関係を捉えたものであり、「成長企業がたまたま人的資本開示も充実させている」という逆方向の因果の可能性は排除できない。もっとも、仮に高成長・高評価の企業が単に開示にも積極的であるだけならば、リスク指標との関係についても何らかの系統的なパターンが観察されてよいところ、β値が低下していない（僅かに正である）ことは、単純な逆因果だけでは説明し尽くせない面もある。第二に、HCIndex は開示の「充実度（網羅性)」を捉えた指標であり、開示内容の実質的な「質」まで捉えているわけ

ではない。第三に、ガバナンス体制やIR活動の水準といった、開示充実度と市場評価の双方に影響しうる要因のコントロールも今後の課題である。因果関係の特定には、操作変数法や開示義務化を利用したイベント分析等による検証の強化が必要である。

まとめと含意

本節では、人的資本の開示充実度を測るHCIndexを構築し、株価リスク（β値）、PBR、トービンのQという三つの市場指標との関係を検証した。得られた知見は以下の三点である。第一に、開示充実度はPBR・トービンのQと1%水準で強く有意に正の関係を持つ一方、β値は低下していない。人的資本開示は、リスク低減（資本コスト低下）ではなく、成長期待の形成を通じて企業価値と結びついている。第二に、この関係は従業員数2,000人未満の中堅企業において特に強く、大企業では有意でない。開示の限界的な情報価値は、投資家からまだ十分に見えていない中堅企業で高い。第三に、個別指標では離職率の開示のみが三つの市場指標すべてで有意であり、比較可能で必ずしも見栄えのよくない情報を網羅的に開示すること自体がシグナルとして機能している可能性がある。

これらの結果からは、次のような含意が導かれる。まず、企業実務に対しては、人的資本開示を単なるコンプライアンス対応や「守りの IR」として位置付けるのではなく、無形資産の価値を市場に伝える「攻め」の情報戦略として捉えるべきことを示唆する。特に中堅企業にとって、開示の充実は市場評価を高める余地の大きい取り組みである。第1章で論じた人的資本経営の「底上げと裾野拡大」の観点からも、先行企業だけでなく、これから取り組む企業に対して開示の効果が期待できることは重要である。また、開示にあたっては、義務化された項目を形式的に並べるのではなく、離職率のように投資家が企業間比較に用いやすい指標を、属性別・複数年度・測定方法まで含めて網羅的に開示することが、市場との対話において有効であると考えられる。

より大きな文脈でいえば、本節の結果は、無形資産の「可視化」が日本経済の資源配分を改善しうることを示す一つの材料である。企業価値の源泉が無形資産へ移行する一方で、日本の金融は土地・不動産といった有形資産担保や経営者保証への依存が根強く（Lian and Ma (2021)、Uesugi et al. (2025)）、企業特殊的で清算価値の低い無形資産は伝統的な融資の評価軸に乗りにくい。その結果、資金が生産性や成長性ではなく担保資産の有無で配分される歪みが生じうることは、Kiyotaki and Moore (1997) やGan (2007) 以来指摘されてきた通りである。本節が示したのは、人的資本という無形資産は、開示によって可視化されれ

ば株式市場において評価されうる、という事実である。2026 年 5 月には事業全体を包括的に担保化する企業価値担保権が施行され、事業性に着目した融資への転換が制度面から後押しされる。人的資本開示の標準化とデータの蓄積は、資本市場のみならず、融資市場における評価軸の近代化、すなわち有形資産担保依存という金融摩擦の緩和にも資する基盤となりうる。

今後の課題としては、①操作変数法やイベント分析による因果推論の強化、②開示の「量」と「質」の区別（テキスト情報等を用いた開示内容の実質性の評価）、③上場企業中心の分析から中小企業・未上場企業への対象の拡張と銀行融資データとの接続、が挙げられる。人的資本開示の制度がさらに拡充されていく中で、開示が企業価値評価と資金配分をどのように変えていくのか、継続的な検証を進めていきたい。

参考文献

Corrado, C., C. Hulten and D. Sichel (2005) "Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework," in C. Corrado, J. Haltiwanger and D. Sichel eds., Measuring Capital in the New Economy, University of Chicago Press.

Gan, J. (2007) "Collateral, Debt Capacity, and Corporate Investment: Evidence from a Natural Experiment," Journal of Financial Economics, 85(3), 709-734.

Kiyotaki, N. and J. Moore (1997) "Credit Cycles," Journal of Political Economy, 105(2), 211-248.

Lian, C. and Y. Ma (2021) "Anatomy of Corporate Borrowing Constraints," Quarterly Journal of Economics, 136(1), 229-291.

Uesugi, I., D. Miyakawa, K. Hosono, A. Ono and H. Uchida (2025) 東日本大震災を自然実験とした担保チャネルと銀行貸出チャネルの識別に関する研究.

宮川努・滝澤美帆 (2022)「日本の人的資本投資の計測」RIETI Policy Discussion Paper 22-P-010.

小寺信也・井上祐介 (2018)「企業による人的資本投資の特徴と効果」内閣府経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/18-2.

森川正之 (2018)「企業の教育訓練投資と生産性」RIETI Discussion Paper Series 18-J-021.

滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲 (2023)『日経スマートワーク経営研究会報告 2023－スマート

ワーク経営で拓く人的資本経営の未来』日経スマートワーク経営研究会.
滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2024）『日経スマートワーク経営研究会報告 2024－テクノロジー活用とリスキリングで拓く人的資本経営』日経スマートワーク経営研究会.
滝澤美帆・鶴光太郎・山本勲（2025）『日経スマートワーク経営研究会報告 2025－生成 AI 時代の人的資本経営』日経スマートワーク経営研究会.
東京証券取引所（2023）「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」.
金融庁（2023）「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正.

図表 2-2-1　開示の質を捉える設問と変数の対応

		a. 指標の開示	b. 複数年度の開示	c. 測定方法の開示	d. 従業員属性別の開示	e. 内容別の開示
★	1. 研修時間、費用	bq4a_1	bq4b_1	bq4c_1	bq4d_1	bq4e_1
★	2. 離職率(または人数)	bq4a_2	bq4b_2		bq4d_2	bq4e_2
★	3. 男女管理職比率(または人数)	bq4a_3	bq4b_3		bq4d_3	bq4e_3
★	4. 男女給与格差	bq4a_4	bq4b_4		bq4d_4	bq4e_4
★	5. 従業員エンゲージメント	bq4a_5	bq4b_5	bq4c_5	bq4d_5	bq4e_5

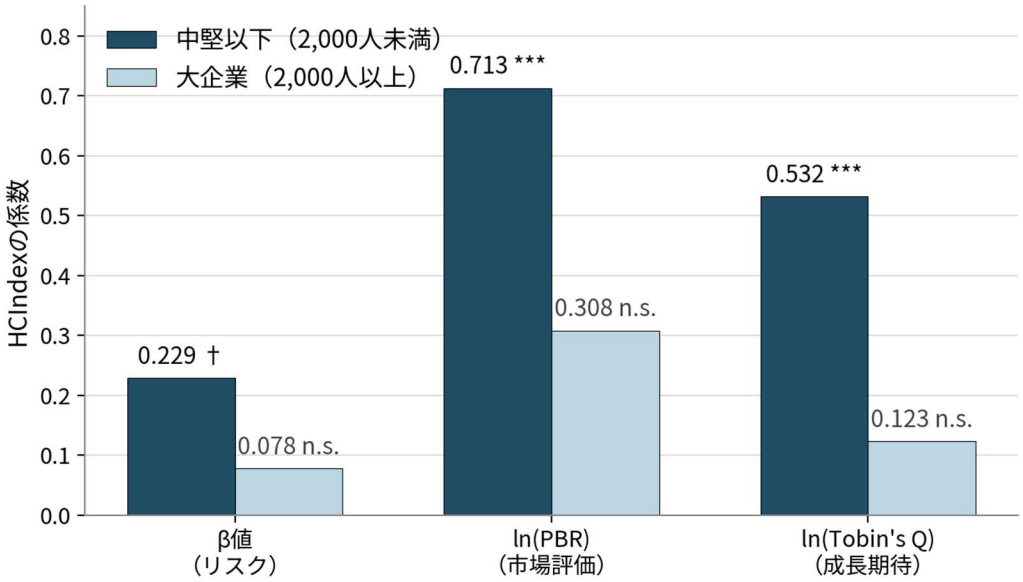
（資料）日経スマートワーク経営調査

図表 2-2-2　推計結果（ベースライン）

変数	β値 （リスク）	PBR （市場評価）	Tobin's Q （成長期待）
HCIndex（人的資本開示の充実度）	0.149 † (p=0.082)	0.566 *** (p<0.001)	0.345 *** (p<0.001)
企業規模（ln 従業員数）	0.006 (p=0.714)	0.076 ** (p=0.003)	0.041 * (p=0.025)
産業・年次固定効果	✓	✓	✓
決定係数（R^2）	0.339	0.218	0.199
サンプル数	715	641	642

注）クラスター標準誤差（企業 ID）。† p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001。

図表 2-2-3　規模別の推計結果（HCIndex の係数の比較）



注）棒グラフは HCIndex の推定係数。中堅以下は従業員数 2,000 人未満、大企業は 2,000 人以上。被説明変数はβ値、ln(PBR)、ln(Tobin's Q)。産業・年次固定効果を含む。***は p＜0.01、†は p＜0.10、n.s.は非有意。

図表 2-2-4　個別指標ごとの推計結果（各開示充実度の係数）

開示指標	β値	PBR	Tobin's Q	解釈
研修時間・費用（train）	0.047	0.022	−0.008	有意でない
離職率（turnover）	0.110 † (p=0.067)	0.275 * (p=0.014)	0.207 ** (p=0.007)	有意
女性管理職比率 （female_mgr）	−0.027	0.058	0.043	有意でない
男女給与格差 （gender_paygap）	−0.056	−0.038	−0.044	有意でない
従業員エンゲージメント （engage）	0.043	0.185 (p=0.12)	0.086	有意でない

注）産業・年次固定効果を含む。クラスター標準誤差（企業 ID）。† p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01。

第 3 章　雇用の流動性と企業業績

鶴　光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部教授）
滝澤美帆（学習院大学経済学部教授）

日本の労働市場において、雇用の流動性が着実に高まりつつある。総務省「労働力調査」によれば、2024 年の転職者数は 331 万人と 3 年連続で増加した。民間調査でも、正社員の転職率は 7.2%と過去最高の水準に達したことが報告されている（マイナビ「転職動向調査 2025 年版」）。また、厚生労働省「雇用動向調査」によれば、転職入職率は 2023 年に 10.4%となり、コロナ禍前の水準を回復した。転職市場の拡大や人手不足を背景とする中途採用の活発化など、「人が動く」ことが当たり前になりつつある兆候は随所にみられる。しかし、国際的にみれば、日本の労働移動は依然として低水準にとどまっている。労働経済白書（厚生労働省（2022））によれば、流入出率でみた日本の労働移動は OECD 諸国平均の約半分の水準に過ぎない。つまり、転職は増えているものの、日本の雇用の流動性はなお国際的にみて低いというのが現状である。

政策面でも、雇用の流動性への関心は高まっている。政府の「三位一体の労働市場改革」では、リスキリングによる能力向上支援、職務給の導入と並んで、成長分野への労働移動の円滑化が柱の一つに位置付けられており、生産性の高い企業・産業へ労働者が移動できるようにすることが、経済全体の生産性向上や構造的な賃上げにつながると期待されている。もっとも、こうしたマクロレベルの議論に対し、個別企業のレベルでは、雇用の流動化は必ずしも歓迎すべきものとは受け止められてこなかった。長期雇用の下で企業内に人的資本を蓄積することを強みとしてきた日本企業にとって、離職の増加は人材とノウハウの流出を意味しかねず、多くの企業ではむしろ、いかに従業員の定着率を高めるかが人事上の重要課題とされてきたからである。

それでは、企業の立場からみたとき、雇用の流動性が高まることは業績にとってプラスなのか、マイナスなのか。すなわち、転職・離職・中途採用は企業を強くするのだろうか。本研究会はこれまで、メンバーシップ型雇用からキャリアの自律性が確保できるジョブ型雇用への移行が人的資本経営の根幹であり、自らが望むポストや研修に対して希望を表明できる「手上げの文化」の醸成が必要であることを一貫して主張してきた（鶴・滝澤（2023）、滝澤・鶴（2024））。また、本報告書第 1 章第 2 節では、社内公募・社内 FA 制度や自己申告

制度といった内部労働市場のインフラ整備が、スマートワーク経営総合偏差値(SW 偏差値)の向上と有意に関連することを示した。これらはいわば企業「内」の人材の流動性・自律性に注目した議論である。これに対して本章では、離職・採用という企業の境界を越えた「外部労働市場を通じた」雇用の流動性に焦点を当て、それが企業業績に与える影響を、日経スマートワーク経営調査の企業パネルデータを用いて定量的に検証する。

先取りすれば、本章の分析からは、①離職率が高い企業ほど翌年の利益率が高いという正の関係がみられ、大半の日本企業は「人が動かなすぎる」領域に位置していること、②ただし中途採用への極端な偏りはかえって利益率を下げること、③入社 3 年後の在籍率が高い、すなわち「誰も辞めない」ことは、それ自体では翌年の利益率の高さと結びつかないこと、が明らかになる。これらは、雇用の流動性を過度に恐れるのではなく、適度な人材の新陳代謝を組織の活力として取り込むことが、人的資本経営の観点からも重要であることを示唆するものである。

本章の構成は以下の通りである。次節で内外の先行研究を整理し、そののち、データと分析方法、推計結果とまとめを述べる。

先行研究と本章の位置づけ

雇用の流動性と企業業績の関係を企業レベルで検証した研究は、内外を通じて意外なほど少ない(以下の整理は山本・黒田(2016)による展望に多くを負っている)。経済学では、流動性は労働市場や企業の特性に応じて内生的に決まると考えられてきたためであり、日米の訓練・昇進・流動性の違いも、企業間の戦略的補完性がもたらす複数均衡の帰結として説明されてきた(Morita (2001)、Owan (2004)、Acemoglu and Pischke (1998) など)。均衡においては流動性の違いそのものが業績差を生むとは考えにくく、実際、数少ない企業レベルの実証である Abowd et al. (2006) も、フランスの企業・従業員マッチデータから流動性と業績の系統的な関係を見出していない。一方、経営学分野には Abelson and Baysinger (1984) の最適流動性モデルがある。流動化の費用(調整費用や人材の流出)と便益(人材の新陳代謝)のバランスから企業ごとに最適水準が存在し、流動性と業績の間に逆 U 字の関係が生じると予測するものである。その実証結果は、逆 U 字を部分的に支持するもの(Glebbeek and Bax (2004)、Meier and Hicklin (2008))から、負の関係の逓減やマネジメントによる緩和を示すもの(Shaw et al. (2005)、Ton and Huckman (2008))まで分かれており、流動性の影響は水準や組織の特性に依存するというのが大方の知見といえる。

日本企業を対象にこの問いを正面から検証したのが山本・黒田（2016）である。同研究は、経済産業研究所の企業パネルデータ（2012～2015 年度、約 2,000 社）を用いた固定効果推計により、離職率および中途採用超過率と売上高経常利益率の間に有意な逆 U 字の関係を見出した（図表 3-1）。利益率を最大にする離職率（19.4%）は当時のサンプル平均（6.7%）を大きく上回り、多くの日本企業が逆 U 字の頂点の左側、すなわち流動性を高めることで利益率が向上しうる領域に位置することが示された。同研究はこの結果を、環境変化の下で望ましい流動性の水準がシフトする中、調整をいち早く進めた企業とそうでない企業が併存している姿と解釈するとともに、離職率が極端に高い類型ではさらなる流動化がむしろ業績を悪化させるなど、流動性の影響が企業特性によって異質であることも指摘している。

本研究会でも、この問いに関する検証を重ねてきた。鶴・滝澤（2023）第 1 章第 4 節は、日経スマートワーク経営調査を用いて雇用の流動性（離職率・離入職率・中途採用超過率）と企業業績の関係を検証し、離職率と 1 期先の ROS の間に逆 U 字型の関係を確認した。逆 U 字の頂点となる離職率の水準（27.5%）は対象企業の離職率の分布のはるか右方に位置し、99%以上の企業では離職率の上昇が利益率の上昇と結びつくこと、また、頂点の水準が中堅・中小企業を多く含む山本・黒田（2016）（19.4%）よりも高いことから、逆 U 字の形状が対象企業の規模によって異なる可能性も指摘している。さらに、山本（2025）は同調査の 8 年間（2017～2024 年調査）のパネルデータを用いて、離入職率や離職率の上昇がその後 1～3 年の利益率を高めることを示している。本章はこれらの延長線上に位置し、①流動性指標に、離職の裏側にある定着度を直接捉える三年後在籍率を新たに加えて四つに拡張すること、②直近までの 2019～2024 年のパネルデータを用い、正社員数の伸び率によるコントロールや外れ値のトリミングといった推計上の工夫を加えた上で、山本・黒田（2016）に倣った 2 乗項による逆 U 字の検証を行うこと、の二点で分析を深掘りする。

データと分析方法

(1) データと流動性指標

分析に使用するデータは、日経スマートワーク経営調査の 2019～2024 年の企業パネルデータ（約 740 社）である。同調査では、各企業の採用者数（新卒・中途）、退職者数、入社 3 年後の在籍率などの情報とともに、財務情報から利益率や労働生産性といった企業業績を利用することができる。

本章では、雇用の流動性を捉える指標として、次の四つを用いる。第一に「離入職率」で

あり、採用者数と退職者数の合計を社員数で除したものである。これは、出入りの方向を問わない「人の出入り全体の多さ」を表す。第二に「離職率」であり、退職者数を社員数で除したものである。第三に「中途採用超過率」であり、中途採用者数から新卒採用者数を差し引いたものを社員数で除したものである。この値が大きいほど中途採用への依存度が高く、負の値は新卒採用が中途採用を上回っていることを意味する。第四に「三年後在籍率」であり、入社3年後も在籍している社員の割合（%）である。これは離職の裏側にある「定着度」を直接捉える指標である。なお、離職には企業主導の雇用調整と労働者の自発的な離職の双方が含まれるが、本章では理由を問わずいずれも雇用の流動性として扱う。

図表 3-2 には主要変数の平均値の推移を示している。離入職率は概ね 11%台、離職率は4%台後半、三年後在籍率は 84%前後で推移している。中途採用超過率の平均は−0.4%と小幅の負値であり、本調査の対象である上場企業・有力非上場企業では、平均的には新卒採用が中途採用をわずかに上回っていることがわかる。中堅・中小企業を多く含む山本・黒田（2016）のサンプルで中途採用超過率の平均が＋2.6%であったことと対比すると、新卒一括採用を基盤とする大企業的な採用構造の特徴が表れているといえる。また、継続回答企業に限定したバランスト・パネルでは離入職率・離職率とも全体よりやや低く、規模が大きく定着率の高い企業ほど調査に継続的に回答している傾向とも整合的である。

(2) 推計方法

最適流動性モデルの検証のため、以下の推計式を固定効果モデルにより推計する。すなわち、企業 i の t＋1 年の業績指標（ROS（売上高利益率）および労働生産性の対数値）を被説明変数とし、t 年の流動性指標とその 2 乗項、コントロール変数（正社員数の対数値、正社員数の伸び率)、年ダミー、企業固定効果を説明変数とする。流動性指標の 1 乗項の係数が正、2 乗項の係数が負に推計されれば、最適流動性モデルが示す逆 U 字の関係が確認されることになる。

推計上の工夫は三点ある。第一に、被説明変数を 1 期先（t＋1 年）の業績とすることで、今期の流動性が翌期の業績に与える影響を測定し、同時性による逆の因果性の懸念を緩和する。第二に、企業固定効果により、経営者の質や企業文化といった観察できない時間不変の企業特性（およびそれによる逆の因果性）を除去する。第三に、業績が好調な企業ほど採用を増やすといった時間可変の逆の因果性に対処するため、山本・黒田（2016）が雇用純増率を用いたのと同様の趣旨で、正社員数の伸び率をコントロールする。また、極端な外れ値

の影響を排除するため、各流動性変数について上下 1%（p1－p99）でトリミングを行っている。

推計結果

(1) 翌年の利益率（ROS）との関係

図表 3-3 は、被説明変数を 1 期先の ROS とする推計結果である。第一に、(2) 列の離職率をみると、1 乗項の係数が 0.900 と 5%水準で有意に正に推計されている。2 乗項の係数は－2.947 と負であるものの統計的に有意ではなく、山本・黒田（2016）でみられたような厳密な意味での逆 U 字（1 乗項・2 乗項ともに有意）が確認されたとまではいえない。しかし、推計された係数から利益率が最大となる離職率（頂点）を計算すると約 15.3%となり、分析サンプルにおける離職率の平均値（4.8%）を大きく上回る。実際、図表 3-5 に示すように、離職率の分布をみると、観測値の 96.9%がこの頂点よりも左側に位置している。つまり、ほとんどの企業にとって、現状の離職率の水準からその上昇は翌年の利益率の上昇と結びついており、日本企業の雇用の流動性はなお「動かなすぎる」領域にあることが示唆される。係数を額面通りに解釈すれば、平均的な離職率水準の企業において離職率が 1%ポイント高まると、翌年の ROS は 0.6%ポイント程度高い計算になる。

第二に、(3) 列の中途採用超過率については、1 乗項は有意でない一方、2 乗項の係数が－10.976 と 1%水準で強く有意に負に推計されている。中途採用超過率は正負両方の値をとる変数であるから、この結果は、中途採用に極端に偏っても、逆に新卒採用に極端に偏っても、その偏りが大きいほど翌年の利益率が低下することを意味する。頂点を計算すると＋0.6%とほぼゼロ近傍であり、新卒採用と中途採用のバランスのとれた採用構造が利益率の面で最適であることが示唆される。人手不足の下で即戦力を求めて中途採用に大きく舵を切る企業が増えているが、中途採用「一辺倒」は、組織の一体感や文化の毀損、育成基盤の弱体化などを通じて、かえって業績を損なうおそれがあるといえる。

第三に、(4) 列の三年後在籍率については、1 乗項の係数が－0.003 と 5%水準で有意に負に推計されている（2 乗項は有意でない）。すなわち、入社 3 年後の在籍率が高い企業ほど、翌年の利益率はむしろ低い傾向がある。従業員の定着は一般に望ましいものと考えられており、多くの企業が定着率の向上を人事上の KPI としているが、この結果は、「誰も辞めない」ことそれ自体は利益率の高さと結びつかず、新陳代謝の欠如がむしろ組織の停滞のサインでありうることを示している。離職率の正の係数と表裏の関係にある結果といえよう。

なお、(1) 列の離入職率は有意な係数が得られていない。採用と退職を合算した「出入りの総量」ではなく、離職・採用構成といった流動性の「中身」が業績と関係していると解釈できる。

(2) 翌年の労働生産性との関係

図表 3-4 は、被説明変数を 1 期先の労働生産性（対数値）とする推計結果である。全体として有意な係数はほとんど得られておらず、唯一、中途採用超過率の 2 乗項が 10%水準で有意に負となっている。つまり、採用構造の極端な偏りは生産性の面でもマイナスに働く可能性があるものの、雇用の流動性の効果は主として利益率に対して確認され、労働生産性に対しては明瞭ではない。この結果は、労働生産性に対して有意な関係を見出せなかった山本・黒田（2016）と整合的である。流動性の変化が付加価値の創出に結びつくまでにはより長い時間を要する可能性や、離職・採用に伴う人件費構造の変化がまず利益率に反映される可能性などが考えられる。

参考までに、被説明変数を同時点（t 年）の業績とした推計では、離職率について 1 乗項が正、2 乗項が負でともに有意となり、逆 U 字の関係がより明瞭に確認される。ただし、同時点の推計は業績から流動性への逆の因果性の懸念が強いため、本章では 1 期先を被説明変数とする推計を主たる結果として報告している。

本章の結果を約 10 年前の山本・黒田（2016）と比べると、共通するのは、①離職率と利益率の間に正の（上に凸の）関係がみられ、推計上の頂点が現実の平均離職率を大きく上回ること、②したがって大半の企業が「頂点の左側」に位置すること、③労働生産性への効果は明瞭でないこと、である。中堅・中小企業中心のサンプルで確認されていた構図が、上場企業・有力非上場企業を対象とする本調査のパネルでも再確認されたことになる。他方、相違点として、中途採用超過率については、山本・黒田（2016）では 1 乗項が有意に正（最適値＋28.9%）であったのに対し、本章の推計では頂点がほぼゼロ近傍となった。新卒採用基盤の厚い大企業では、中途採用のウエイトをさらに高める余地は中堅・中小企業ほど大きくなく、むしろ新卒・中途のバランスが重要になる、というサンプルの違いを反映している可能性がある。なお、同じ日経スマートワーク経営調査を用いた鶴・滝澤（2023）第 1 章第 4 節では、利益率が最大となる離職率は 27.5%と、本章の推計（約 15.3%）よりも高く推計されている。分析対象期間やサンプルの構成、外れ値処理やコントロール変数の違いを反映したものと考えられるが、いずれの推計においても頂点が現実の平均離職率を大きく上回

り、ほとんどの企業が頂点の左側に位置するという基本的な構図は共通している。

最後に、結果の解釈にあたっての留保を述べておく。第一に、固定効果と 1 期先の被説明変数、正社員数の伸び率のコントロールによって逆の因果性への対処を図っているものの、操作変数を用いた厳密な因果識別ではなく、推計結果は関連性として慎重に解釈する必要がある。第二に、本章の離職率には自発的離職と企業主導の雇用調整が区別されずに含まれており、また「誰が」辞めているのか（高業績者か低業績者か）も識別できない。同じ離職率の上昇でも、その中身によって業績への含意は異なりうる。第三に、三年後在籍率は水準の変動が小さい変数であり、固定効果モデルでの識別力は限定的である。これらの深掘りは今後の課題である。

まとめと含意

本章では、日経スマートワーク経営調査の企業パネルデータ（2019〜2024 年、約 740 社）を用いて、雇用の流動性が企業業績に与える影響を、最適流動性モデルの枠組みに沿って検証した。得られた知見は次の三点に要約できる。

第一に、「人が適度に動く会社」は翌年の利益率が高い。離職率は翌年の ROS と有意な正の関係にあり、推計上の頂点（約 15%）に対して、日本企業の平均的な離職率（4.8%）ははるかに低く、観測値の 96.9%が頂点の左側に位置する。ほとんどの日本企業にとって、雇用の流動性はなお最適水準を下回っており、人材の出入りを通じた組織の新陳代謝が業績向上の余地として残されている。

第二に、中途採用「一辺倒」はむしろ逆効果である。中途採用超過率の 2 乗項は強く有意に負であり、新卒・中途いずれかへの採用構造の極端な偏りは翌年の利益率を低下させる。即戦力の確保を急ぐあまり中途採用に過度に依存することは、育成基盤や組織の一体感を損なうおそれがあり、新卒育成と外部採用のバランスをとることが重要である。

第三に、「誰も辞めない会社」が良い会社とは限らない。入社 3 年後の在籍率の高さは翌年の利益率と有意に負の関係にあり、定着率をひたすら最大化するような人材マネジメントは再考の余地がある。もとより、本章の結果は、労働条件の悪化によって離職率が極端に高くなっているような企業（山本・黒田（2016）のいう「ブラック企業」型）の流動性をさらに高めることを推奨するものではない。逆 U 字の関係が示すように、流動性には最適な水準があり、その左側に位置する大多数の企業にとって適度な流動性の上昇が業績と結びつく、というのが正確な含意である。

これらの知見は、本研究会がこれまで主張してきた人的資本経営の議論と整合的である。キャリアの自律性を支えるジョブ型雇用への移行や「手上げの文化」の醸成（鶴・滝澤（2023）、滝澤・鶴（2024））、社内公募・社内FA制度などの内部労働市場の整備（本報告書第1章第2節）は、企業「内」の人材の流動性を高める取り組みであり、外部労働市場を通じた適度な流動性と車の両輪をなす。人材の出入りと社内での自律的な移動がともに活発な組織こそ、新しい知識や視点を取り込み、人的資本を最大限に稼働させることができる。雇用の流動化を脅威としてではなく、人的資本経営を機能させる条件として捉え直すことが、これからの日本企業に求められているといえよう。

参考文献

厚生労働省（2022）『令和4年版　労働経済の分析－労働者の主体的なキャリア形成への支援を通じた労働移動の促進に向けた課題－』

佐野晋平・久米功一（2015）「人材流動性とOn the Job Trainingに関する探索的研究」Works Discussion Paper Series, No.7、リクルートワークス研究所

滝澤美帆・鶴光太郎（2024）「テクノロジー活用とリスキリングで拓く人的資本経営：総論」、『日経スマートワーク経営研究会報告 2024－テクノロジー活用とリスキリングで拓く人的資本経営』第1章

鶴光太郎・滝澤美帆（2023）「スマートワーク経営で拓く人的資本経営の未来：総論」、『日経スマートワーク経営研究会報告 2023－スマートワーク経営で拓く人的資本経営の未来』第1章

内閣府（2015）「成長力強化に向けた労働市場の課題」、『経済財政白書2015年度版』第2章

宮川努（2003）「『失われた十年』と産業構造の転換－なぜ新しい成長産業が生まれないのか」、岩田規久男・宮川努編『失われた10年の真因は何か』第2章、東洋経済新報社

山本勲（2025）「働き方改革の進展とその効果」、『日経スマートワーク経営研究会報告2025－生成AI時代の人的資本経営』第5章

山本勲・黒田祥子（2016）「雇用の流動性は企業業績を高めるのか：企業パネルデータを用いた検証」RIETIディスカッションペーパー、16-J-062、経済産業研究所

Abelson, M. A. and B. D. Baysinger (1984) "Optimal and Dysfunctional Turnover: Toward an Organizational Level Model," Academy of Management Review, 9(2), pp.331-341.

Abowd, J. M., F. Kramarz and S. Roux (2006) "Wages, Mobility and Firm Performance: Advantages and Insights from Using Matched Worker-Firm Data," The Economic Journal, 116(512), pp.F245-F285.

Acemoglu, D. and J.-S. Pischke (1998) "Why Do Firms Train? Theory and Evidence," Quarterly Journal of Economics, 113(1), pp.79-119.

Glebbeek, A. C. and E. H. Bax (2004) "Is High Employee Turnover Really Harmful? An Empirical Test Using Company Records," Academy of Management Journal, 47(2), pp.277-286.

Meier, K. J. and A. Hicklin (2008) "Employee Turnover and Organizational Performance: Testing a Hypothesis from Classical Public Administration," Journal of Public Administration Research and Theory, 18(4), pp.573-590.

Morita, H. (2001) "Choice of Technology and Labour Market Consequences: An Explanation of U.S.-Japanese Differences," The Economic Journal, 111(468), pp.29-50.

Owan, H. (2004) "Promotion, Turnover, Earnings, and Firm-Sponsored Training," Journal of Labor Economics, 22(4), pp.955-978.

Shaw, J. D., N. Gupta and J. D. Delery (2005) "Alternative Conceptualizations of the Relationship between Voluntary Turnover and Organizational Performance," Academy of Management Journal, 48(1), pp.50-68.

Ton, Z. and R. S. Huckman (2008) "Managing the Impact of Employee Turnover on Performance: The Role of Process Conformance," Organization Science, 19(1), pp.56-68.

図表 3-1　雇用の流動性が企業業績に与える影響：山本・黒田（2016）の推計結果

表 3　雇用の流動性が企業業績に与える影響（固定効果モデル）

	売上高経常利益率（%）			労働生産性（対数）		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
離入職率	4.033			-0.474		
	(3.126)			(0.636)		
離入職率の2乗項	-8.463			0.038		
	(7.196)			(0.808)		
離職率		7.543**			-1.099	
		(3.367)			(0.833)	
離職率の2乗項		-19.485***			0.636	
		(7.259)			(1.203)	
中途採用超過率			5.143**			0.152
			(2.616)			(0.613)
中途採用超過率の2乗項			-8.912*			-0.951
			(4.865)			(1.055)
雇用純増率	0.018**	0.018**	0.018	-0.010	-0.011	0.001
（（採用数－退職数）÷雇用者数）	(0.009)	(0.007)	(0.017)	(0.011)	(0.010)	(0.009)
雇用者数	0.002	0.002*	0.003	0.004*	0.003*	0.004**
	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
年×業種ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
サンプルサイズ	2,784	2,799	2,514	2,798	2,813	2,527
企業数	2,051	2,060	1,896	2,060	2,069	1,905

備考）1. 括弧内は標準誤差（White robust standard errors）。
2. ***、**、*印は、それぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示す。

注：固定効果モデルによる推計。被説明変数は売上高経常利益率（%）および労働生産性（対数）。推計結果から算出される利益率を最大にする離職率は 19.4%（サンプル平均 6.7%）、中途採用超過率は 28.9%（同 2.6%）。

出所：山本・黒田（2016）表 3 より転載。

図表 3-2　主要変数の平均値の推移

年	離入職率	離職率	中途採用超過率	三年後在籍率（%）	労働生産性（対数値）	ROS
2019	0.115	0.045	－0.003	83.2	8.36	0.066
2020	0.116	0.048	－0.005	85.3	8.52	0.046
2021	0.109	0.045	－0.008	84.3	8.01	0.044
2022	0.113	0.049	－0.001	84.3	8.39	0.078
全期間	0.113	0.047	－0.004	84.2	8.31	0.059

注：アンバランスト・パネルによる各年の平均値（2022 年調査までの集計）。継続回答企業に限定したバランスト・パネルでは離入職率 0.094、離職率 0.038 と全体よりやや低い。

図表 3-3　雇用の流動性が翌年の売上高利益率（ROS）に与える影響（固定効果モデル）

	(1) 離入職率	(2) 離職率	(3) 中途採用超過率	(4) 三年後在籍率
流動性指標（t）	−0.121 (0.303)	0.900** (0.451)	0.130 (0.232)	−0.003** (0.002)
流動性指標の 2 乗項（t）	0.411 (0.683)	−2.947 (2.119)	−10.976*** (1.855)	0.000 (0.000)
正社員数の対数値（t）	0.026 (0.037)	0.026 (0.034)	0.011 (0.035)	0.027 (0.035)
正社員数の伸び率（t）	−0.037 (0.029)	−0.017 (0.025)	−0.023 (0.027)	−0.034 (0.027)
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプルサイズ	2,519	2,564	2,562	2,414
企業数	733	740	742	717

注：被説明変数は ROS（t＋1）。括弧内は標準誤差。***、**、*は、それぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示す。年度・企業固定効果を含む。各流動性変数は上下 1%でトリミング。

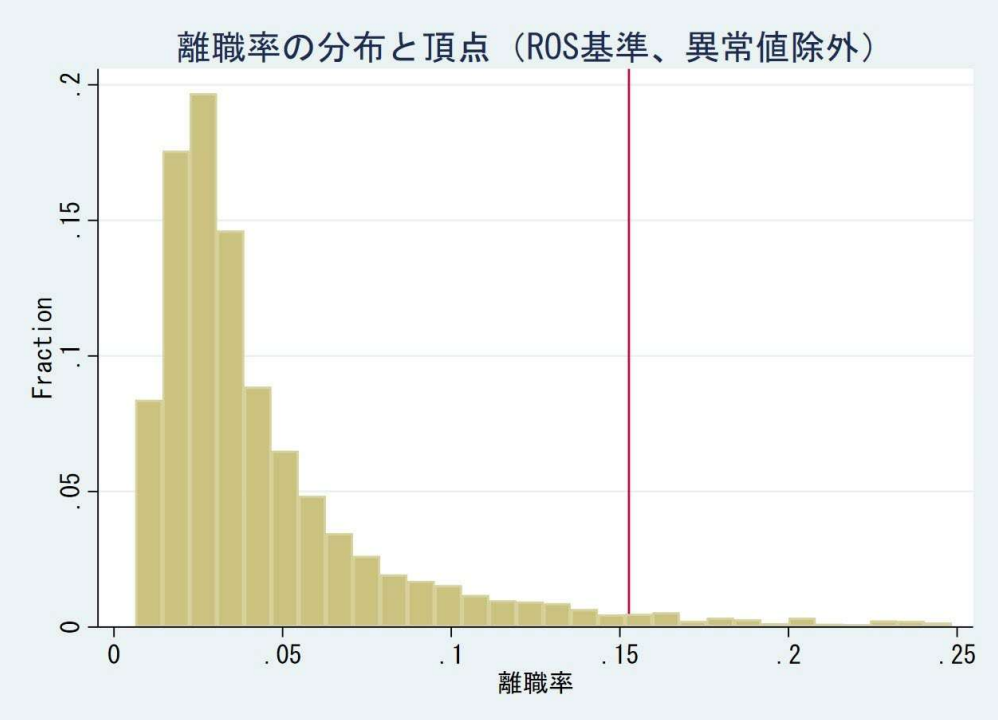
図表 3-4　雇用の流動性が翌年の労働生産性に与える影響（固定効果モデル）

	(1) 離入職率	(2) 離職率	(3) 中途採用超過率	(4) 三年後在籍率
流動性指標（t）	−0.846 (1.742)	0.110 (2.864)	0.231 (1.384)	0.015 (0.011)
流動性指標の 2 乗項（t）	−1.680 (3.935)	−15.854 (13.191)	−18.694* (10.240)	−0.000 (0.000)
正社員数の対数値（t）	−0.052	−0.066	0.047	−0.170

	(1) 離入職率	(2) 離職率	(3) 中途採用超過率	(4) 三年後在籍率
	(0.209)	(0.200)	(0.188)	(0.192)
正社員数の伸び率（t）	−0.238 (0.179)	−0.247 (0.171)	−0.194 (0.156)	−0.095 (0.150)
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプルサイズ	2,180	2,213	2,210	2,099
企業数	725	732	732	705

注：被説明変数は労働生産性の対数値（t＋1）。括弧内は標準誤差。***、**、*は、それぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示す。年度・企業固定効果を含む。各流動性変数は上下 1%でトリミング。

図表 3-5　離職率の分布と推計上の頂点（異常値除外後）



注：異常値除外（上下 1%）後のサンプル（n＝4,999 観測）。縦線は図表 3-3（2）列の推計結果から算出した利益率が最大となる離職率（約 15.3%）。観測値の 96.9%が縦線より左側に位置し、サンプルの平均離職率は 4.8%である。

出所：日経スマートワーク経営調査（2019～2024 年）より筆者作成。

第４章　人手不足の状況　　山本勲（慶應義塾大学商学部教授）

近年、少子高齢化や労働力人口の減少を背景として、多くの企業で人手不足が経営上の重要課題となっている。しかし、人手不足の程度は一様ではなく、企業規模や業種だけでなく、求める人材の種類によっても大きく異なる。また、人手不足への対応として、賃金・処遇改善や採用強化に加え、人的資本経営やスマートワーク経営（以下、SW 経営）を通じた働き方改革や DX の推進など、多様な取り組みが進められている。「日経サステナブル総合調査スマートワーク経営編」では、人手不足の状況について、従業員全体に加え、経営人材、女性管理職・役員、現場・顧客対応人材、事務・バックオフィス人材、研究開発人材、デジタル人材の 7 種類の人材区分ごとに、人手不足感を「4（不足）」「3（やや不足）」「2（適正）」「1（過剰）」の 4 段階で調査している。また、現在の人手不足感だけでなく、3 年前と比較した人手不足感の変化についても同様に把握している。そこで本章では、「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」を用いて、企業における人手不足の現状とその変化を整理するとともに、人手不足感が企業属性、採用・離職状況、人的資本経営や SW 経営とどのような関係にあるのかを分析する。具体的には、従業員全体に加え、経営人材、女性管理職・役員、現場・顧客対応人材、事務・バックオフィス人材、研究開発人材、デジタル人材といった人材タイプ別に人手不足の状況を比較し、その特徴を明らかにする。なお、本節で用いるデータは単年度のクロスセクションデータであるため、分析結果は変数間の相関関係を示すものであり、因果関係を直接示すものではない点に留意する必要がある。

企業毎の人手不足の水準と３年前からの変化

まず、企業ごとの人手不足の状況を概観する。図表 4-1 は、各企業における人手不足の状況をヒートマップで示したものである。縦軸は企業、横軸は従業員全体および人材種類別の人手不足の状況を表している。なお、本図では、人手不足感について「不足」または「やや不足」と回答した場合を「人手不足あり」（濃色）、「適正」または「過剰」と回答した場合を「人手不足なし」（淡色）として二値化して表示している。図表 4-1（1）は調査時点における人手不足の有無、図表 4-1（2）は 3 年前と比較して人手不足が悪化したか否かを示したものであり、「悪化した」「やや悪化した」を「悪化あり」、「変化なし」「改善した」を「悪化なし」として表示している。

図表 4-1（1）をみると、人手不足の状況は企業によって大きく異なり、ほぼすべての人

材区分で人手不足がみられる企業もあれば、特定の人材のみで人手不足が生じている企業、人手不足がほとんどみられない企業も存在する。このことから、人手不足は企業全体に一律に生じている問題ではなく、企業ごとの事業内容や人材構成、経営環境に応じて異なる様相を示していることがわかる。

人材種類別にみると、デジタル人材や経営人材では「人手不足あり」と判定される企業が比較的多い一方、事務・バックオフィス人材では「人手不足なし」の企業も少なくない。近年の DX の進展や経営高度化を背景として、高度な専門性を有する人材への需要が高まっていることが、その背景にあるものと考えられる。

また、図表 4-1（2）をみると、多くの企業で 3 年前より人手不足が悪化していることがわかる。ただし、その悪化の程度には企業間でばらつきがあり、人手不足が幅広い人材区分で深刻化している企業がある一方で、比較的変化の小さい企業も存在する。すなわち、人手不足は全体として悪化傾向にあるものの、その影響の現れ方は企業によって大きく異なることが示唆される。

以上の結果から、人手不足は企業共通の課題ではあるものの、その実態は企業ごと、人材種類ごとに大きく異なることがわかる。したがって、人手不足への対応を検討する際には、企業全体の人員不足だけでなく、どの人材が不足しているのかという人材構成にも着目することが重要である。

人手不足はどの人材で同時に生じやすいのか

次に、人材の種類ごとの人手不足感の関連性について確認する。図表 4-2 は、人手不足感（「4（不足）」～「1（過剰）」）および 3 年前からの人手不足感の変化（「4（悪化）」～「1（改善）」）の 4 段階評価を用いて算出した企業間の相関係数を示したものである。図表 4-2（1）は現在の人手不足感の相関、図表 4-2（2）は 3 年前からの人手不足感の変化の相関を示している。色が濃いほど相関係数が高く、一方の人材で人手不足感が強い企業ほど、他方の人材でも人手不足感が強い傾向があることを意味する。

まず、現在の人手不足感についてみると、従業員全体の人手不足感は、研究開発人材およびデジタル人材の人手不足感との相関が比較的高い。また、人材の種類別では、経営人材と女性管理職・役員、現場・顧客対応人材と事務・バックオフィス人材、研究開発人材とデジタル人材の間で比較的高い相関が確認される。これらの結果は、企業によって人手不足感が同時に強くなりやすい人材の組み合わせが存在することを示唆している。

次に、3 年前からの人手不足感の変化についてみると、従業員全体の人手不足感の悪化は、現場・顧客対応人材の人手不足感の悪化との相関が比較的高い。また、現在の人手不足感の水準と比較すると、人材間の相関は全体として高くなっている。これは、多くの企業において、特定の人材だけではなく複数の人材区分で同時に人手不足感が悪化した可能性を示している。

以上の結果から、人手不足感は人材の種類ごとに独立して変化しているわけではなく、企業全体の状況を反映して複数の人材区分で同時に強まる傾向があることが確認された。特に、人手不足感の「水準」よりも「悪化」の方が人材間の関連性が強く、近年の人手不足の深刻化が幅広い人材区分へ波及していることが示唆される。

業種・規模別にみた人手不足感

次に、企業規模および業種別に人手不足感の特徴を確認する。図表 4-3 は、人材の種類別の人手不足感の平均値を、企業規模別および業種別に示したものである。図表 4-3（1）は現在の人手不足感の水準、図表 4-3（2）は 3 年前と比較した人手不足感の変化を表している。なお、人手不足感は、「4（不足）」から「1（過剰）」までの 4 段階評価の平均値であり、値が大きいほど人手不足感が強いことを意味する。

まず、人手不足感の水準をみると、女性管理職・役員およびデジタル人材で人手不足感が最も強いことがわかる。また、企業規模別では、概して企業規模が小さいほど人手不足感が強く、特に従業員 2,000 人未満の企業でその傾向が顕著である。一方、1 万人以上の大企業においても、女性管理職・役員やデジタル人材では人手不足感が依然として強く、企業規模を問わず確保が難しい人材であることがうかがえる。

業種別では、建設業、運輸業、小売・外食業などにおいて、現場・顧客対応人材の人手不足感が特に強い。一方、事務・バックオフィス人材は、多くの業種・企業規模で人手不足感が比較的弱く、人材タイプによって人手不足の状況に大きな違いがあることが確認される。

次に、3 年前からの人手不足感の変化をみると、女性管理職・役員およびデジタル人材で人手不足の悪化が目立つ。また、建設業や電機・精密・機械、自動車・輸送用機器などでは、人手不足感の悪化が相対的に大きいことがわかる。企業規模別では、人手不足感の水準とは異なり、規模の大小を問わず幅広い企業で人手不足が悪化しており、人手不足の深刻化が広く進行している様子がうかがえる。これに対し、事務・バックオフィス人材では人手不足の悪化は限定的であり、人材間の差は引き続き大きい。

以上の結果から、人手不足の状況は企業規模や業種によって異なるものの、女性管理職・役員やデジタル人材では多くの企業で共通して人材確保が課題となっていることが明らかとなった。また、近年は企業規模を問わず人手不足が悪化しており、特に建設業や製造業の一部では人材不足が一段と深刻化していることが示唆される。

人手不足と企業特性の関係

これまでは、人手不足の実態について企業規模や業種、人材種類ごとに整理した。最後に、人手不足感と企業特性との関係を回帰分析によって検証する。図表 4-4 は、人手不足感（「4：不足」～「1：過剰」）を被説明変数とし、業種ダミーおよび企業規模ダミーをコントロールした上で、それぞれの企業特性との関係を推計した結果を示している。図中では、統計的に有意な係数（10%水準）のみを色付けしており、赤は人手不足感との正の関係、青は負の関係を表している。

まず、図表 4-4（1）は企業属性との関係を示している。人手不足感は、年間労働時間が長い企業ほど強い一方、平均勤続年数が長い企業、正社員女性比率や管理職女性比率が高い企業、有給休暇取得率が高い企業、十分な睡眠をとる従業員の割合が高い企業では弱い傾向が確認された。また、一部の人材区分では仕事満足度とも負の関連がみられた。これらの結果は、働きやすい職場環境や女性活躍を推進し、従業員のウェルビーイングを高めている企業ほど、人手不足を緩和できている可能性を示唆している。言い換えると、働き方改革が遅れ、労働時間が長く、有給休暇が少ない働き方を続けている企業や女性活躍推進ができていない企業、人的資本経営によって従業員のウェルビーイングを高めていないような企業では、人材を確保することができず、人手不足に陥りやすい。また、人手不足に対処するために、限られた人員で長い時間働くことを余儀なくされ、ウェルビーイングが低下してしまうといった負のスパイラルが生じているとも解釈できる。

次に、図表 4-4（2）はスマートワーク経営（SW 経営）との関係を示している。SW 偏差値（総合およびサブ指標）は、人手不足感と概ね負の関係にあり、特に人材活用や人材投資、テクノロジー活用に積極的な企業ほど、人手不足感が弱いことが確認された。また、人的資本経営や各種テクノロジーの導入についても、一部の人材区分で人手不足感との負の関連がみられる。すなわち、SW 経営や人的資本経営、デジタル技術の活用を進めている企業ほど、人材確保が比較的円滑であることが示唆される。

さらに、図表 4-4（3）は採用・離職状況との関係を示している。離職率や離入職率が高い

企業ほど人手不足感は強く、新卒採用充足率が低い企業でも人手不足感が強いことが確認された。また、人手不足への対応として賃金・処遇改善や採用チャネルの拡大に取り組む企業ほど人手不足感が強いという結果も得られた。これは、これらの施策が人手不足を引き起こしているという意味ではなく、人材確保が困難な企業ほど、待遇改善や採用活動の強化、人への投資やDXへの対応を進めていることを反映していると考えられる。

以上の結果から、人手不足は業種や企業規模だけでなく、企業の働き方や人的資本への投資、人材マネジメントとも密接に関連していることが明らかとなった。特に、働き方改革や女性活躍推進を進め、従業員のウェルビーイングを高める企業ほど人手不足感は弱い傾向が確認された。また、SW 経営や人的資本経営、テクノロジー導入を積極的に進める企業ほど人手不足感が低く、人への投資やデジタル技術の活用が人材確保につながる可能性が示唆される。一方、人手不足が深刻な企業ほど賃金・処遇改善や採用チャネルの拡大などの対応を積極的に実施しており、人材確保の困難さが企業行動にも大きな影響を与えていることがうかがえる。

まとめ

本章では、「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」を用いて企業における人手不足の実態と、その背景要因について分析した。第一に、人手不足は人材種類によって大きく異なり、特に女性管理職・役員、デジタル人材、研究開発人材において不足感が強いことが確認された。また、3年前と比較すると、多くの人材区分で人手不足が悪化しており、特に女性管理職・役員とデジタル人材で悪化が顕著であった。

第二に、企業規模や業種によって人手不足の状況は異なっていた。企業規模が小さいほど人手不足感は強い傾向がみられる一方、大企業でも女性管理職・役員やデジタル人材などの不足は解消されていない。また、建設業、運輸業、小売・外食業などの現場型産業では、現場・顧客対応人材を中心として、人手不足の水準・悪化の双方が顕著であった。一方、人手不足の悪化については企業規模よりも業種による違いが大きく、幅広い企業で人材確保が難しくなっていることが確認された。

第三に、人手不足は企業の人材マネジメントや働き方とも密接に関連していた。平均勤続年数や管理職女性比率、有給休暇取得率、十分な睡眠をとる従業員割合などが高い企業ほど人手不足感は弱く、働きやすい職場環境や従業員のウェルビーイングに配慮した企業では、人材確保が比較的円滑であることが示唆された。また、SW 経営や人的資本経営、人への投

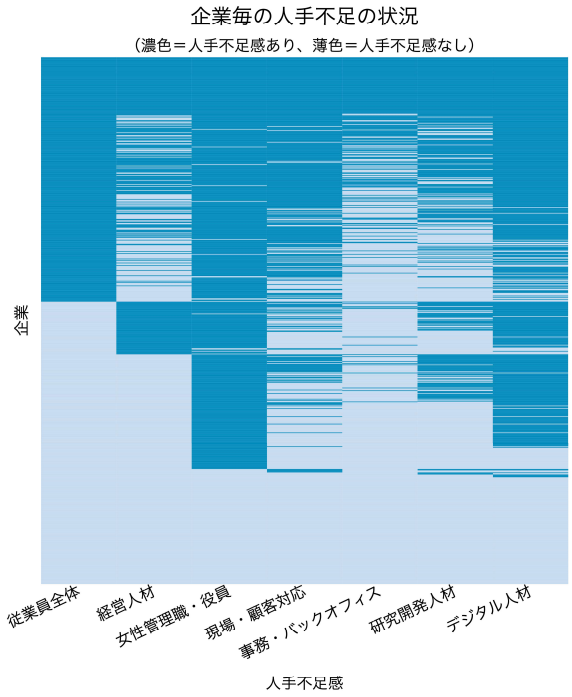
資、テクノロジー導入を積極的に進める企業ほど人手不足感は低い傾向が確認された。

最後に、人手不足が深刻な企業では、離職率が高く、新卒採用充足率が低いほか、賃金・処遇改善や採用チャネルの拡大、人への投資、DX などの対応を積極的に進めていることが確認された。これらの結果は、人材確保の困難さが企業に追加的な対応を促していることを示している。

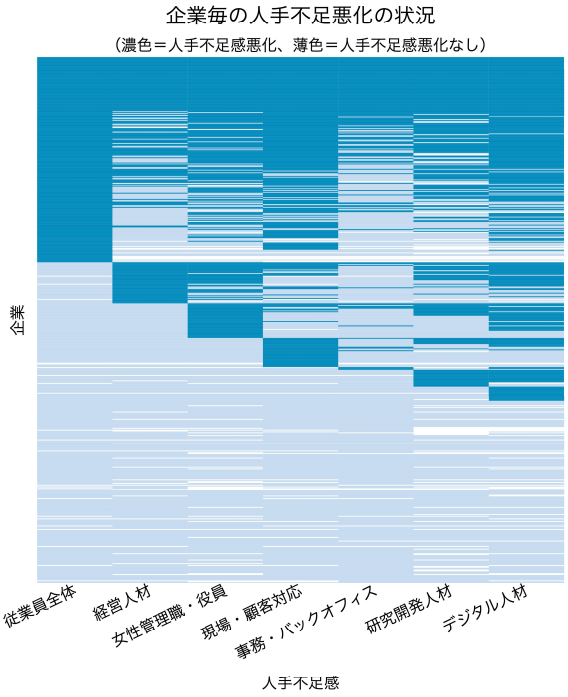
以上の分析から、人手不足は人材種類や業種、企業属性によって大きく異なるものの、働き方改革や女性活躍推進を進めるとともに、従業員のウェルビーイングを高め、人への投資やデジタル技術の活用を進めることが、人手不足の緩和につながる可能性が示唆された。本分析は単年度データを用いた相関分析であり、因果関係を直接示すものではないが、人手不足への対応策を検討する上で有益な示唆を提供する結果といえる。

図表 4-1　　企業ごとの人手不足

(1) 水準



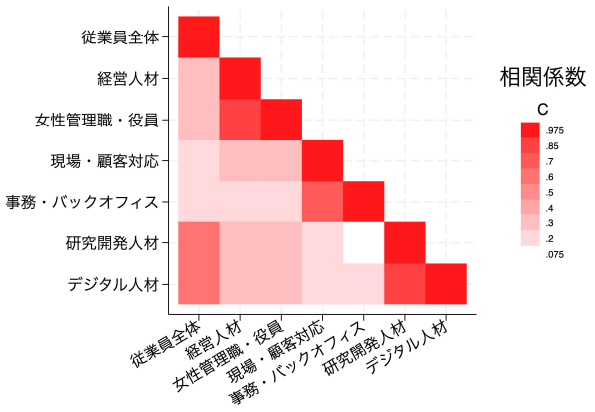
(2) 3 年前からの変化



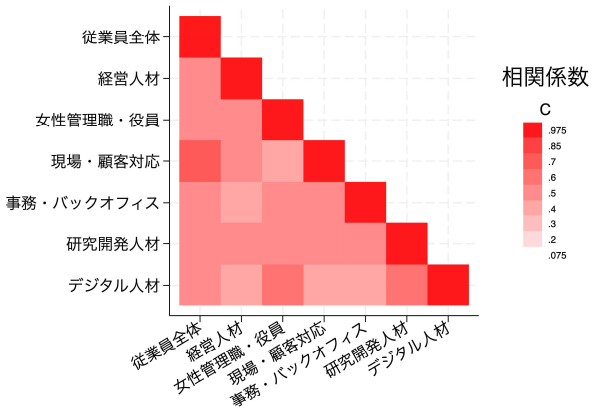
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　(1)の濃色は「人手不足あり」（「不足」・「やや不足」）、淡色は「人手不足なし」（「適正」・「過剰」）を表す。(2) の濃色は 3 年前と比較して人手不足感が「悪化」・「やや悪化」した場合、淡色はそれ以外を表す。企業は従業員全体の人手不足感（水準）の高い順に並べている。

図表 4-2　　属性別人手不足感の相関マトリクス

(1) 水準



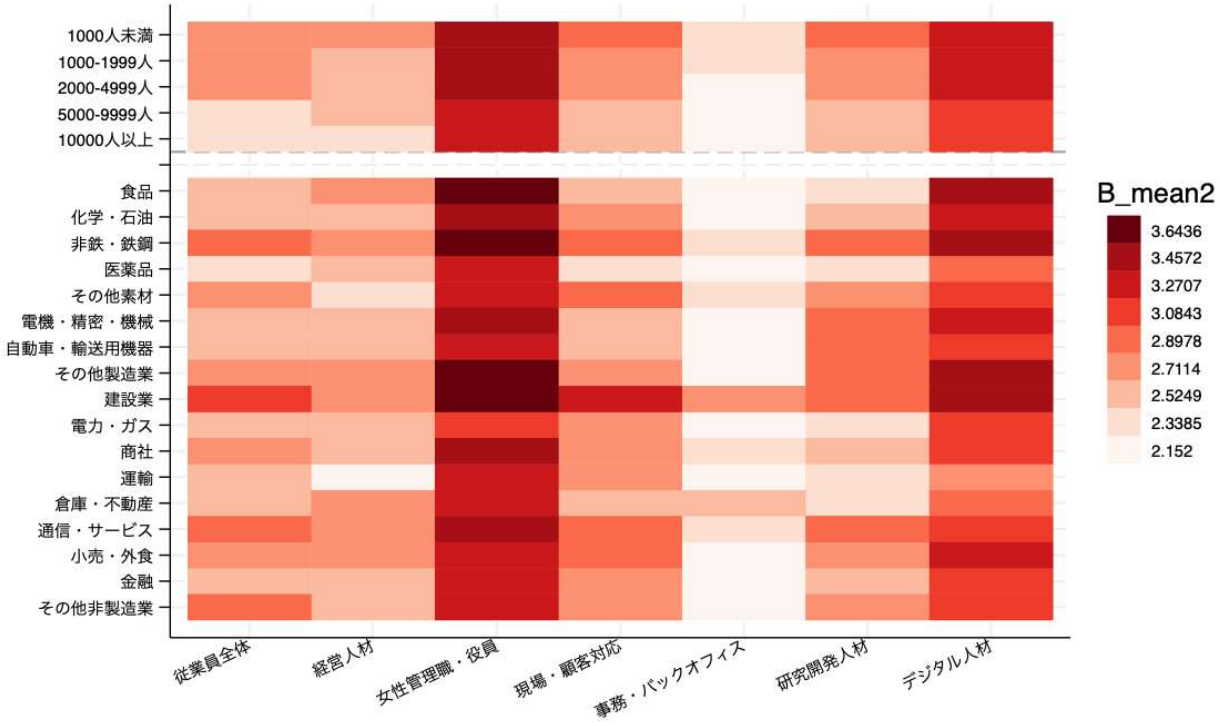
(2) 3 年前からの変化



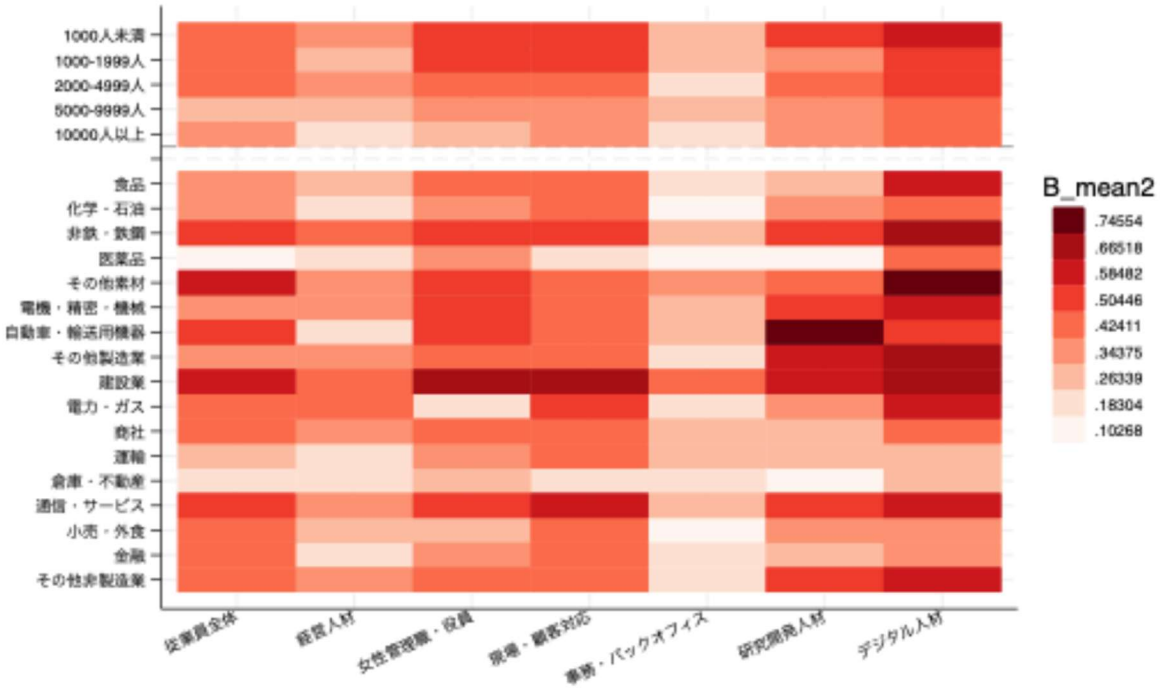
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　(1) は現在の人手不足感、(2) は 3 年前からの人手不足感の変化について、企業間の相関係数を示している。(1) の人手不足感は「4（不足）」～「1（過剰）」、(2) の人手不足感の変化は「4（悪化）」～「1（改善）」の回答を用いている。色が濃いほど相関係数が高いことを表す。

図表 4-3　　業種・規模別にみた人手不足感（平均値）

(1) 水準



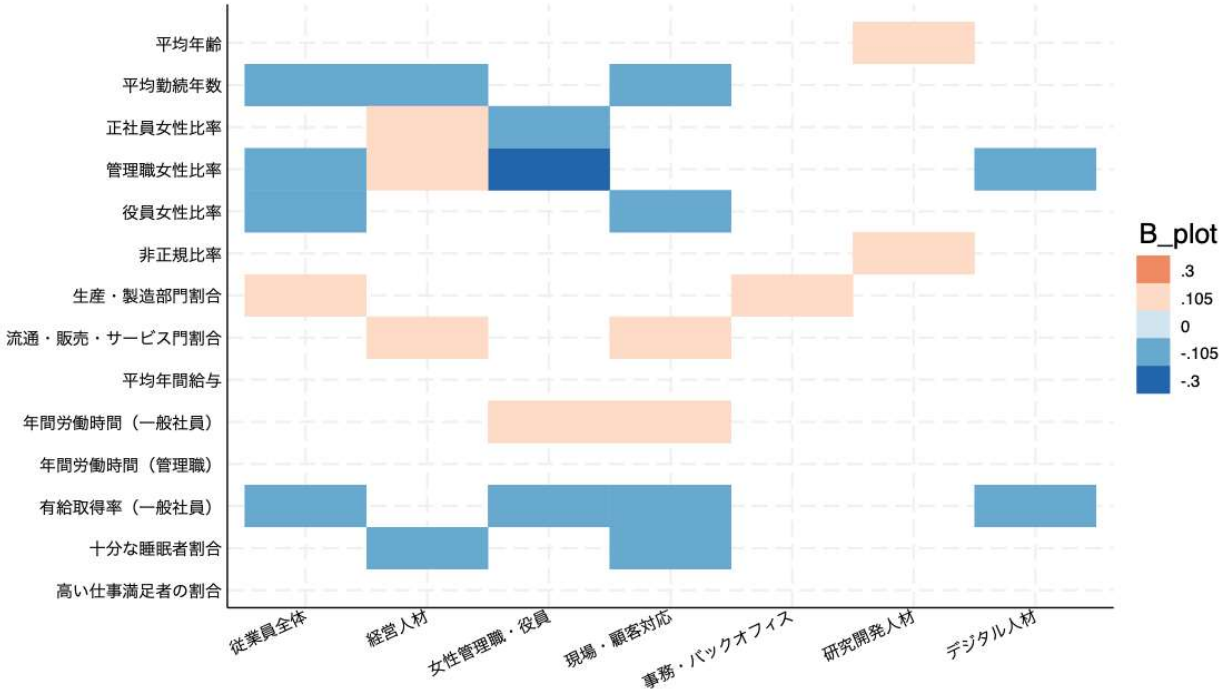
(2) 3 年前からの変化



資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　(1) は現在の人手不足感、(2) は 3 年前からの人手不足感の変化の平均値を示している。(1) の人手不足感は「4（不足）」～「1（過剰）」、(2) の人手不足感の変化は「4（悪化）」～「1（改善）」の回答を用いている。値が大きいほど、人手不足感またはその悪化が強いことを表す。

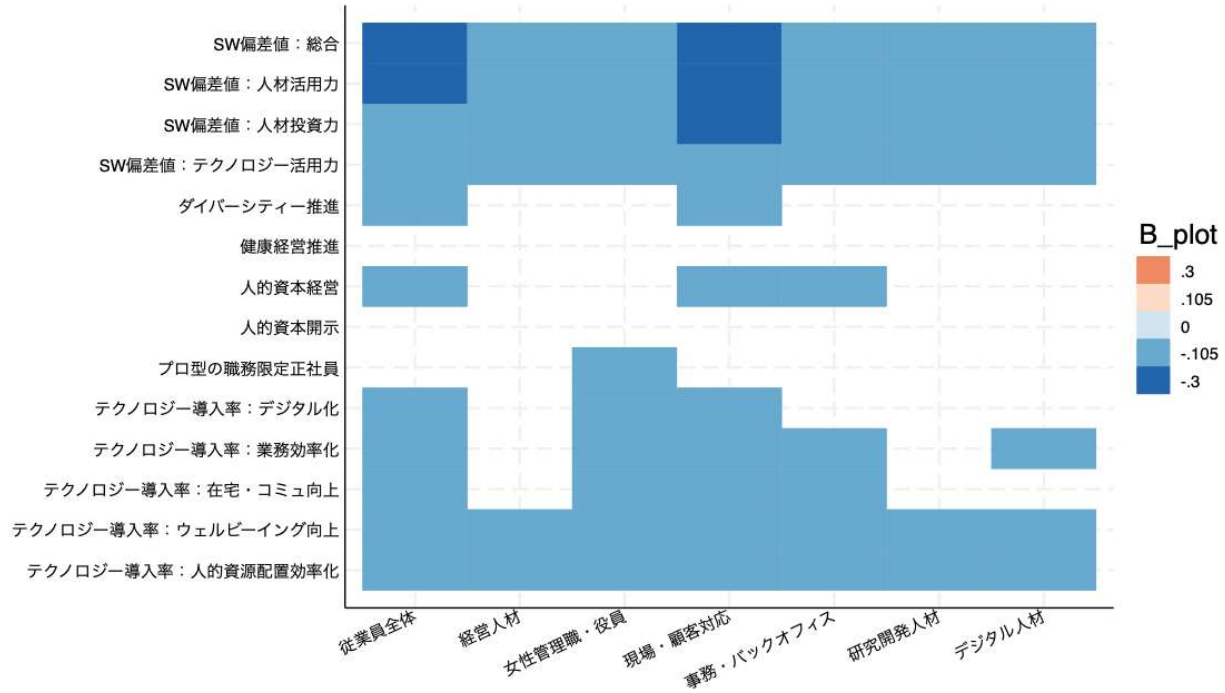
図表 4-4　　人手不足感（水準）と企業特性：回帰分析の結果

(1) 属性



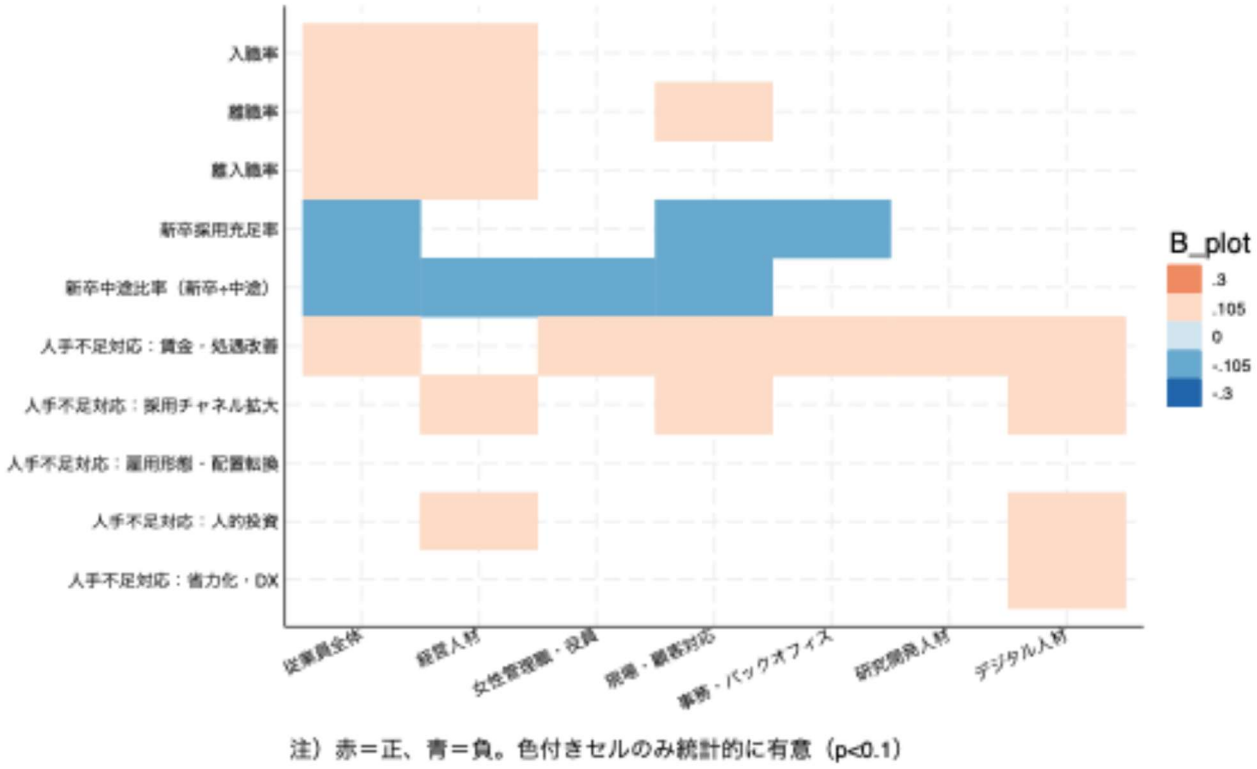
注）赤＝正、青＝負。色付きセルのみ統計的に有意（p<0.1）

(2) SW 経営



注）色付きセルのみ統計的に有意（p<0.1）

(3) 採用・離入職状況



注）赤＝正、青＝負。色付きセルのみ統計的に有意（p<0.1）

資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。

備考：被説明変数は人手不足感（「4（不足）」「3（やや不足）」「2（適正）」「1（過剰）」）である。説明変数には業種ダミーおよび企業規模ダミーとともに、それぞれの変数を用いて推計した回帰分析の標準化係数を示している。色付きセルは統計的に有意（10%水準）な係数のみを表し、赤色は正の係数、青色は負の係数を示す。

第５章　生成 AI の利用格差　　山本勲（慶應義塾大学商学部教授）

近年、生成 AI は企業における業務効率化や生産性向上を支える新たなデジタル技術として急速に普及している。当初は文章作成や翻訳などの補助的な業務を中心に利用されていたが、近年では業務プロセスへの組み込みや意思決定支援など、より高度な活用へと発展しつつある。一方で、生成 AI の導入状況は企業によって大きく異なっており、その利用格差が企業の競争力や人手不足への対応力にも影響を及ぼす可能性がある。

本章では、「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」の 2024 年調査と 2025 年調査の 2 年分のデータを用いて、企業における生成 AI の利用状況の変化と利用格差について分析する。まず、用途別の生成 AI 導入率や企業全体の導入状況の変化を整理した上で、業種間の違いや人手不足との関係を検証する。さらに、生成 AI の利用ルールや管理方針の変化についても分析し、企業における生成 AI 活用の現状と課題を明らかにする。「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」では、生成 AI の利用について、①契約書や特許文書などの作成・チェックにおける AI 支援、②AI による翻訳支援ツール、③AI テキストマイニングツール、④音声の文字起こしツール、⑤ソースコードの生成・修正、⑥画像・動画の生成、⑦アイデアやキャッチコピーなどの生成・壁打ち、の 7 つの用途ごとに導入状況を把握している。本章では、これらの用途別の利用状況に加え、導入している用途数（0～7）を生成 AI の導入度合いを表す指標として用いて分析を行う。

生成 AI はどのように普及しているのか

まず、企業における生成 AI の導入状況の変化を確認する。図表 5-1 は、7 つの用途別に生成 AI の導入率を 2024 年と 2025 年で比較した結果を示している。図表 5-2 は、各企業が導入している生成 AI の用途数（0～7）の分布を示している。導入用途数が多いほど、生成 AI を幅広い業務で活用していることを意味する。

図表 5-1 をみると、すべての用途で生成 AI の導入率が前年より上昇しており、この 1 年間で生成 AI の利用が企業全体に広く浸透したことがわかる。特に、音声の文字起こしツールや AI による翻訳支援ツールでは導入率が約 10 ポイント前後上昇しており、2025 年にはそれぞれ約 8 割、約 7 割近い企業が導入している。また、「アイデアやキャッチコピーなどの生成・壁打ち」、「契約書や特許文書などの作成・チェックにおける AI 支援」、「ソースコードの生成・修正」などについても導入率が着実に上昇している。一方、「画像や動画の生

成」や「AI テキストマイニングツール」は相対的に導入率が低いものの、これらについても導入が拡大している。以上から、この 1 年間では、翻訳や文字起こしなどの業務支援型 AI を中心に、生成 AI は特定用途に限られた技術ではなく、企業の幅広い業務へ浸透し始めていることが確認できる。

次に、図表 5-2 により企業全体の導入状況をみると、生成 AI を全く導入していない企業（導入用途数 0）の割合は大きく低下する一方、複数の用途で生成 AI を利用する企業の割合は全体的に上昇している。特に、6～7 種類の用途で生成 AI を活用する企業の割合が大きく増加しており、生成 AI を幅広い業務へ展開する企業が増えていることがわかる。

このように、生成 AI は一部の先進企業だけが利用する段階から、多くの企業が日常業務で活用する段階へ移行しつつある。特に、これまで導入していなかった企業で利用が進んだことから、企業間の生成 AI 導入格差は縮小する方向にあると考えられる。一方で、多用途に活用する企業も増加しており、企業間の差は「導入しているか否か」から、「どのように業務へ組み込んで活用しているか」という質的な違いへ移りつつあることが示唆される。

業種によって生成 AI の導入状況は異なるのか

次に、業種別に生成 AI の導入状況を確認する。図表 5-3 は、業種別の生成 AI 導入数の平均値を 2024 年と 2025 年で比較した結果を示している。また、図表 5-4 は、2025 年時点における業種別の生成 AI 導入用途数と、従業員全体の人手不足感との関係を示している。

まず、図表 5-3 をみると、すべての業種で生成 AI の導入用途数が前年より増加しており、生成 AI の利用が幅広い産業へ浸透していることが確認される。特に、運輸、電力・ガス、金融、化学・石油、建設などでは導入用途数が大きく、平均して 4～5 種類程度の用途で生成 AI が活用されている。一方、小売・外食、倉庫・不動産、その他非製造業、商社では導入用途数は相対的に少なく、業種間で生成 AI の活用度合いに一定の差がみられる。ただし、導入用途数が少ない業種でも前年から着実に利用が拡大しており、生成 AI の普及は特定業種だけでなく、幅広い業種へ広がっていることがわかる。

次に、図表 5-4 により、生成 AI の導入と人手不足との関係を確認する。全体としてみると、人手不足感が強い業種ほど生成 AI の導入用途数も多い傾向が認められる。例えば、建設業や運輸業では、人手不足感が比較的強い一方で、生成 AI の導入用途数も多い。また、電力・ガスや通信・サービスなどでも比較的高い導入水準がみられる。

もっとも、この関係は必ずしも一様ではない。例えば、金融業や化学・石油では、人手不

足感はそれほど強くないものの生成 AI の導入が進んでいる一方、小売・外食では人手不足感が比較的強いにもかかわらず、生成 AI の導入は限定的である。

以上の結果から、生成 AI の活用はすべての業種で拡大しているものの、その活用水準には依然として業種間で差がみられる。また、人手不足の深刻な業種ほど生成 AI を積極的に活用する傾向は認められるが、その関係は完全ではなく、生成 AI の導入には業種特性も重要な役割を果たしていることが明らかとなった。

生成 AI の利用ルールと管理方針はどのように変化したのか

最後に、企業における生成 AI の利用ルールおよび管理方針の変化を確認する。図表 5-5 は、2024 年と 2025 年について、生成 AI の利用ルールおよび管理方針の構成比を比較した結果を示している。

まず、利用ルールについてみると、「全面的に利用可能」とする企業の割合は前年より増加しており、半数を超える企業が生成 AI の利用を原則として認めている。一方、「業務での使用を禁止」とする企業の割合はわずかとなっており、多くの企業が生成 AI を業務で活用する方向へ舵を切っていることがわかる。また、「申請制・許可制」の割合は大きく変化しておらず、利用を認めつつも一定の管理を行う企業も引き続き存在している。

次に、管理方針についてみると、「ガイドライン限定」の割合が最も高く、前年からさらに増加している。また、「API 活用で学習不可環境」を整備する企業も増加しており、情報漏えいや機密情報の学習リスクに配慮した環境整備が進んでいることがうかがえる。一方、「方針なし」とする企業の割合は減少しており、生成 AI を利用する企業の多くで何らかの管理方針が整備されつつある。「全面禁止」や「自社開発」を採用する企業は少数にとどまっている。

以上の結果から、この 1 年間で生成 AI は単に導入が進んだだけでなく、その利用を支えるルールやガバナンスの整備も着実に進展していることが確認された。企業は生成 AI の利便性を活用する一方で、情報セキュリティや知的財産、個人情報保護などのリスクにも配慮しながら、適切な利用環境の構築を進めているものと考えられる。

自由記述からみた生成 AI 活用の変化

最後に、SW 調査の自由記述回答から、企業における生成 AI 活用の変化を整理する。これまでみてきた導入率や利用ルールなどの定量的な分析からは、生成 AI の普及が急速に進ん

でいることが確認された。一方、自由記述をみると、この1年間で生成AIの活用方法そのものにも大きな変化が生じていることがうかがえる。

2024年時点では、生成AIは議事録や報告書、メールの作成、翻訳、文章の要約など、個々の業務を効率化するツールとして利用されるケースが中心であった。また、ChatGPTなどの汎用的な生成AIを、社員が個別に利用する事例が多くみられた。活用目的も、作業時間の短縮や定型業務の効率化など、生産性向上に重点が置かれていた。

これに対し、2025年には、生成AIを業務プロセス全体へ組み込む事例が増加している。例えば、社内規程やマニュアル、過去の案件情報などと連携したRAG（Retrieval-Augmented Generation）の活用や、営業、開発、設計、カスタマーサポートなど、部門ごとの業務に特化したAIの導入が進んでいる。また、生成AIを単独で利用するだけでなく、既存の業務システムや社内データベースと連携させることで、より実務に即した活用が行われるようになっている。

活用目的についても変化がみられる。従来は業務効率化が中心であったのに対し、近年では提案内容の高度化、品質向上、意思決定支援、新たなアイデア創出など、企業価値の向上につながる活用が増えている。生成AIは単なる作業支援ツールではなく、従業員の判断や創造的業務を支援するパートナーとして位置付けられ始めている。

さらに、バックオフィス業務だけでなく、営業、研究開発、設計、製造、保守など、現場部門においても生成AIの活用が広がっている。特に、技術文書の作成や設計支援、顧客対応の高度化、社内ナレッジの共有など、人の知識や経験を補完する用途が増加しており、生成AIの活用領域は着実に拡大している。

以上の自由記述の分析から、企業における生成AI活用は、この1年間で「個人が利用する汎用ツール」から「企業の業務プロセスへ組み込まれた業務基盤」へと発展していることが確認された。生成AIの導入は量的な拡大だけでなく、活用の質の面でも新たな段階に入りつつあると考えられる。

まとめ

本節では、SW 調査を用いて企業における生成 AI の導入状況と利用格差について分析した。第一に、生成AIの導入はこの1年間で急速に拡大した。文字起こしや翻訳支援、アイデア創出など、すべての用途で導入率が上昇しており、生成AIは一部の先進企業だけが利用する技術ではなく、多くの企業で日常業務に活用される段階へ移行していることが確認

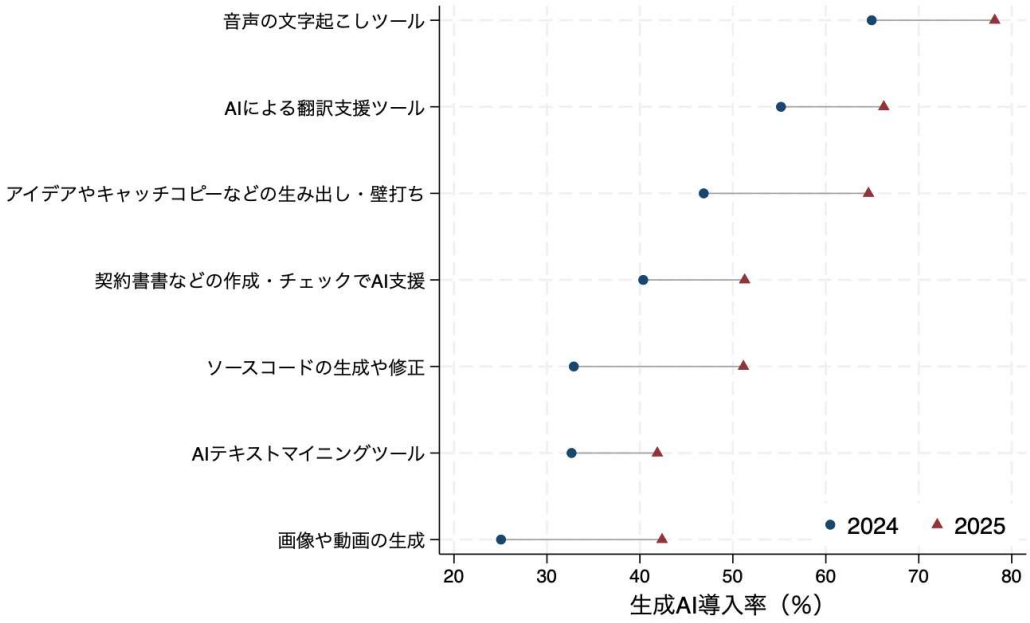
された。また、生成 AI を全く利用していない企業の割合は減少する一方、多様な用途で活用する企業が増加しており、企業間の導入格差は縮小する方向にあることが示された。

第二に、生成 AI の導入状況には依然として業種間の違いがみられた。運輸業、建設業、電力・ガス、金融業などでは幅広い用途で生成 AI が活用されている一方、小売・外食業や倉庫・不動産業などでは導入用途数が相対的に少なかった。また、人手不足感が強い業種ほど生成 AI を積極的に導入する傾向が認められたものの、その関係は必ずしも一様ではなく、業務のデジタル化のしやすさや業種特性も生成 AI の導入に大きく影響していることが示唆された。

第三に、企業における生成 AI の活用は、量的な拡大だけでなく質的にも大きく変化していた。自由記述の分析からは、生成 AI は議事録作成や翻訳などの個別業務の効率化から、社内データや業務システムと連携した業務プロセス全体の支援へと活用範囲が広がっていることが確認された。また、企業では利用ルールやガイドライン、情報セキュリティ対策などの整備も進んでおり、生成 AI を安全かつ効果的に活用するためのガバナンスも成熟しつつあることが明らかとなった。

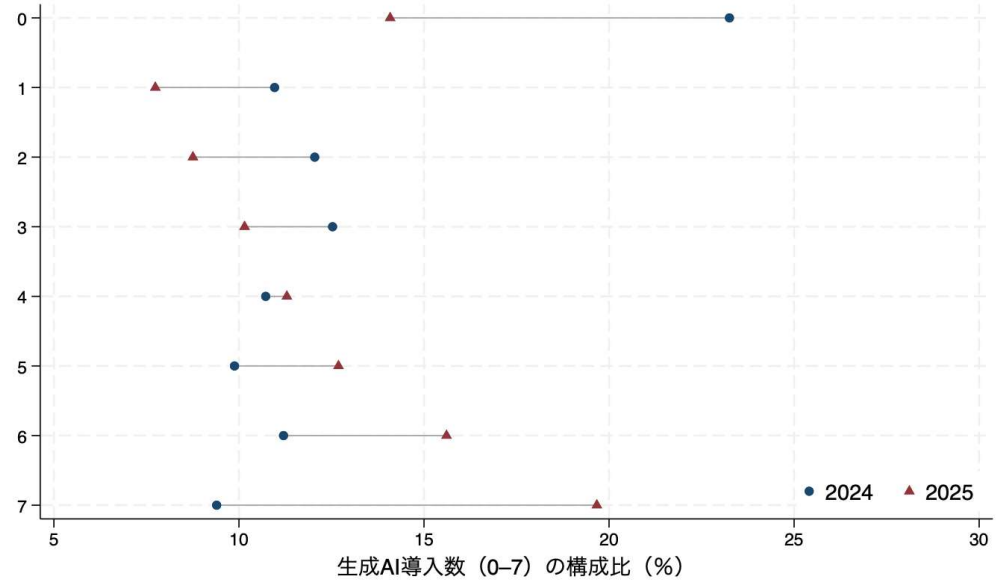
以上の分析から、企業における生成 AI の普及は新たな段階に入りつつあることが確認された。今後は、「生成 AI を導入しているか」ではなく、「生成 AI をどのように業務へ組み込み、企業価値の向上につなげるか」が企業間の競争力を左右する重要な要素になると考えられる。生成 AI を単なる業務効率化ツールとして利用するだけでなく、人的資本経営やスマートワーク経営と組み合わせながら、従業員の創造性や意思決定を支援する形で活用していくことが、持続的な企業成長につながるものと期待される。

図表 5-1　　用途別の生成 AI 用導入率の推移



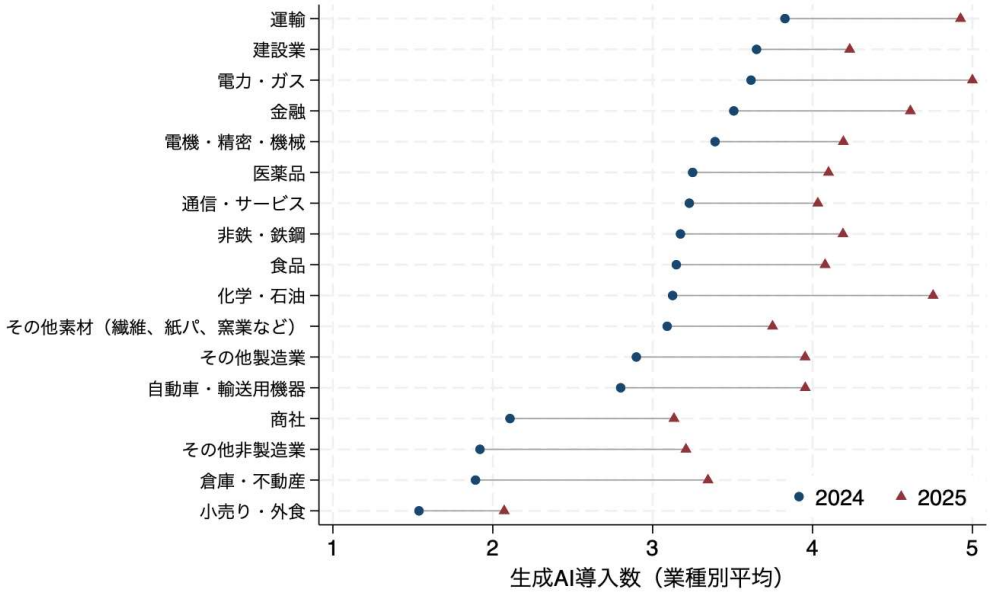
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　2024 年および 2025 年の各用途における生成 AI 導入率を示している。複数回答であるため、合計は 100%を超える。

図表 5-2　　生成 AI 合計導入数の推移



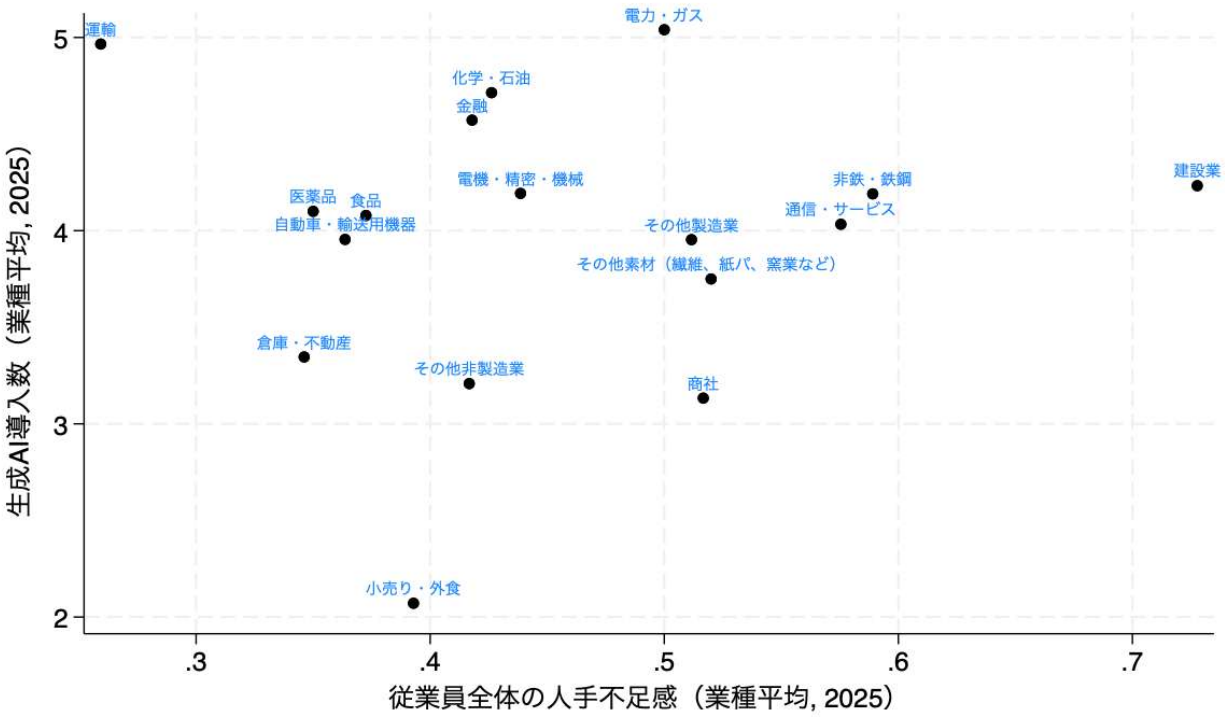
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　生成 AI の導入用途数（0～7）の分布を示している。導入用途数は、生成 AI の 7 用途のうち導入している用途数を集計したものである。

図表 5-3　　業種別の生成 AI 導入数の推移



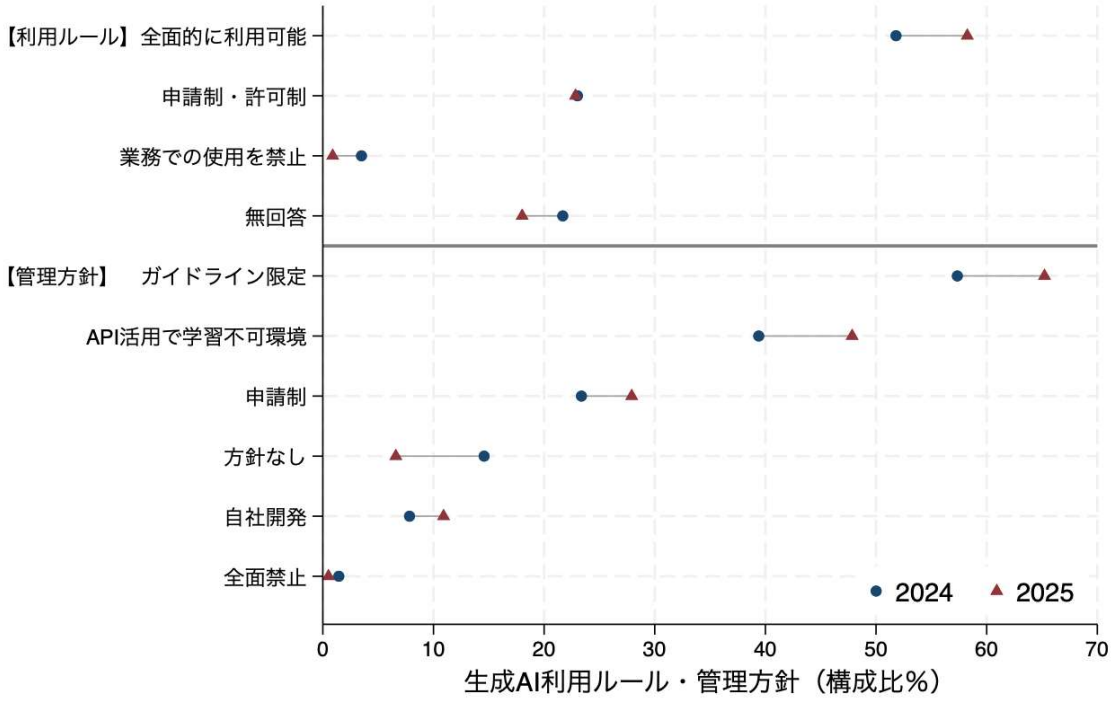
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　2024 年および 2025 年の業種別の生成 AI 導入用途数（0～7）の平均値を示している。導入用途数は、生成 AI の 7 用途のうち導入している用途数を集計したものである。

図表 5-4　　業種別の生成 AI 導入数と人手不足感の関係



資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　縦軸は 2025 年の業種別の生成 AI 導入用途数（0～7）の平均値、横軸は従業員全体の人手不足感（「4（不足）」～「1（過剰）」）の平均値を示している。

図表 5-5　　生成 AI の利用ルールと管理方針の推移



資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　(1) は生成 AI の利用ルール、(2) は生成 AI の管理方針について、それぞれ 2024 年および 2025 年の回答割合を示している。

第６章　SW 経営がウェルビーイングに与える影響　　山本勲（慶應義塾大学商学部教授）

SW 経営の目的は、企業業績の向上だけではなく、従業員一人ひとりの働き方やウェルビーイングを改善し、持続的な成長につなげることにあるともいえる。そこで本章では、「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」と上場企業に勤務する 1 万人の労働者を対象にした「ビジネスパーソン調査」を企業単位でマッチングし SW 経営がウェルビーイングへ与える影響を分析する。本章では、まず人的資本経営、健康経営、ダイバーシティ経営などの人材施策の実施年数を企業データから把握し、従業員のウェルビーイングとの関係を分析する。続いて、SW 偏差値やテクノロジーの導入率についても企業データから把握し、従業員のウェルビーイングとの関係を分析する。さらに、ウェルビーイングの関連する分析として、従業員の就職活動の時期が現在のエンゲージメントや転職行動とどのような関係になっているかも分析する。本章で用いるウェルビーイング指標は、「従業員エンゲージメント」と「ワークエンゲージメント」の 2 つである。従業員エンゲージメントは、勤務先企業に対する働きがい、継続意向、推奨意向（eNPS）を標準化して平均した指標であり、ワークエンゲージメントは、仕事に対する活力・熱意・没頭を測定する UWES3 を用いて作成した指標である。

人材施策実施年数が従業員のウェルビーイングに与える影響

まず、人材関連施策の実施年数が従業員のウェルビーイングへ与える影響を検証する。図表 6-1 は、ダイバーシティ経営、健康経営、人的資本経営、柔軟な働き方制度などの実施年数と、従業員エンゲージメントおよびワークエンゲージメントとの関係を、50 歳未満と 50 歳以上に分けて推計した結果である。図では、それぞれの施策について推計された係数を示しており、横線は 90%信頼区間を表している。なお、人材施策を実施していない企業は実施年数を 0 年としている。また、分析では年齢、業種、職種、収入、学歴、性別などの属性をコントロールしている。

まず、50 歳未満の従業員についてみると、ダイバーシティ経営、人的資本経営のうち「リスキリング」を優先する企業、在宅勤務制度、勤務地限定正社員制度の実施年数が長い企業ほど、従業員エンゲージメントおよびワークエンゲージメントが高い傾向が確認される。一方で、「エンゲージメント向上」を優先する人的資本経営やプロ型職務限定正社員制度、社内公募・社内 FA 制度については、有意な効果は確認されなかった。

次に、50 歳以上の従業員についてみると、ダイバーシティ経営に加え、健康経営および人的資本経営の実施年数が長い企業ほど、従業員エンゲージメントが高い傾向がみられる。また、ワークエンゲージメントについても同様の傾向が確認されている。これに対して、在宅勤務制度や勤務地限定正社員制度など柔軟な働き方に関する施策の効果は、50 歳未満ほど明確ではない。

以上の結果から、人材関連施策は単に導入するだけでなく、継続的に実施することによって従業員のウェルビーイング向上につながることが示唆される。また、その効果は年齢層によって異なり、50 歳未満ではリスキリングや柔軟な働き方に関する施策の効果が比較的大きい一方、50 歳以上では健康経営や人的資本経営の効果が相対的に大きい。特に健康経営や人的資本経営は、中高年層のエンゲージメント向上に有効な施策である可能性が示された。

スマートワーク経営やテクノロジー導入がウェルビーイングに与える影響

次に、企業全体としてのスマートワーク経営の水準（SW 偏差値）やテクノロジー活用が、従業員のウェルビーイングとどのように関連しているかを分析する。図表 6-2 は、SW 偏差値、テクノロジー導入率、生成 AI 導入率をそれぞれ説明変数として用い、50 歳未満と 50 歳以上の従業員について、従業員エンゲージメントおよびワークエンゲージメントとの関係を推計した結果を示している。図中の点は推計係数、横線は 90%信頼区間である。分析では、年齢、業種、職種、収入、学歴、性別をコントロールしている。

まず、SW 偏差値についてみると、50 歳未満、50 歳以上のいずれの年齢層においても、従業員エンゲージメントと有意な正の関係が確認された。また、ワークエンゲージメントについても正の傾向がみられることから、スマートワーク経営全体の水準が高い企業ほど、従業員は企業への愛着や働きがいを感じやすいことが示唆される。

次に、テクノロジー導入率についてみると、いずれの年齢層においても従業員エンゲージメントとの間に正の関係が確認された。また、生成 AI 導入率についても同様に、導入率が高い企業ほど従業員エンゲージメントが高い傾向がみられる。ワークエンゲージメントについては効果は限定的であるものの、全体としてテクノロジー活用が従業員のウェルビーイングを高める方向に作用していることが示されている。

以上の結果から、従業員のウェルビーイングは、個別の人材施策だけでなく、企業全体としての SW 経営の水準やテクノロジー活用とも密接に関連していることが明らかとなった。

特に、スマートワーク経営を総合的に推進するとともに、デジタル技術や生成 AI を積極的に活用する企業では、年齢層を問わず従業員エンゲージメントが高い傾向が確認された。このことは、テクノロジーの導入が単なる業務効率化にとどまらず、従業員の働きがいや組織へのコミットメントの向上にも寄与する可能性を示唆している。

就職活動の時期とウェルビーイングの関係

最後に、就職活動の時期が、その後の転職行動やウェルビーイングへ与える影響を検証する。近年、新卒採用活動の早期化が進んでいる一方で、早期化が学生のキャリア形成に与える影響については十分な実証研究が蓄積されていない。そこで、「ビジネスパーソン調査」における「現在勤務している企業から内定を得た時期」を用いて、就職活動時期の推移を確認するとともに、その後の転職回数や現在のエンゲージメントとの関係を分析する。

まず、図表 6-3 は、年代別に現在の勤務先から内定を得た時期を示している。若年層ほど就職活動の早期化が進んでおり、20 歳代では最終学年前年 9 月以前または前年 10 月から翌 3 月までに内定を得た割合が高く、最終学年 4～6 月以降に内定を得た割合は中高年層より低い。一方、50 歳代や 60 歳代以上では、最終学年 7 月以降や 10 月以降に内定を得た割合が相対的に高く、世代間で就職活動時期が大きく変化していることが確認される。ただし、中高年層においても一定割合は早期に就職活動を行っており、就職活動の早期化は近年だけの現象ではないこともうかがえる。

次に、図表 6-4 は、最終学年 4～6 月に内定を得た者を基準として、内定時期と現在のワークエンゲージメント、従業員エンゲージメント、および転職回数（3 回以上ダミー）との関係を男女別に推計した結果である。分析では 55 歳未満に限定し、年齢、業種、職種、勤続年数をコントロールしている。

男性についてみると、最終学年前年 9 月以前の早期に内定を得た場合には、ワークエンゲージメントと従業員エンゲージメントがいずれも低い傾向がみられる。ただし、最終学年 7 月以降に内定を得た場合にもエンゲージメントが低下する傾向が確認される。また、転職回数については、最終学年前年 9 月以前と、最終学年 7 月以降のいずれでも 3 回以上転職する可能性が高くなる傾向がみられ、早過ぎる就職活動と遅過ぎる就職活動の双方で、初職とのミスマッチが生じやすい可能性が示唆される。

女性についても、最終学年前年 9 月以前に内定を得た場合には、ワークエンゲージメントおよび従業員エンゲージメントが低い傾向が確認される。一方、転職回数については男性ほ

ど明確な関係は確認されないものの、早期就職活動が現在のウェルビーイングに負の影響を及ぼす傾向は男女に共通している。

以上の結果から、就職活動の早期化は、現在の採用活動では一般化しつつあるものの、過度な早期化は長期的なエンゲージメントの低下につながる可能性があることが示された。また、就職活動が遅過ぎる場合にも、特に男性では転職回数の増加やエンゲージメントの低下がみられることから、学生と企業の適切なマッチングという観点では、最終学年 4〜6 月頃の就職活動が最も望ましい時期である可能性が示唆される。これは、就職活動の極端な早期化・長期化を避け、学生が十分な学修や自己理解を経た上で進路選択を行える採用スケジュールの重要性を支持する結果といえる。

なお、本分析は「ビジネスパーソン調査」を用いたクロスセクション分析に基づいているため、年齢、性別、学歴、職種、業種、勤続年数などの属性はコントロールしているものの、労働者個人の能力や価値観、モチベーションなどの観察できない要因を十分にコントロールできていない。したがって、ここで得られた結果は就職活動時期とその後のウェルビーイングや転職行動との相関関係を示すものであり、厳密な因果関係を示すものではない点に留意する必要がある。

まとめ

本章では、「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」と「ビジネスパーソン調査」を接合したデータを用いて、スマートワーク経営が従業員のウェルビーイングやキャリアに与える影響について分析した。第一に、ダイバーシティ経営、健康経営、人的資本経営、柔軟な働き方制度などの人材関連施策は、継続的に実施することで従業員のウェルビーイング向上につながることが確認された。特に、50 歳未満ではリスキリングや柔軟な働き方制度が、50 歳以上では健康経営や人的資本経営が、従業員エンゲージメントやワークエンゲージメントの向上と関連していた。このことは、人材施策の効果が年齢層によって異なることを示すとともに、それぞれのライフステージに応じた施策を継続的に実施することの重要性を示唆している。

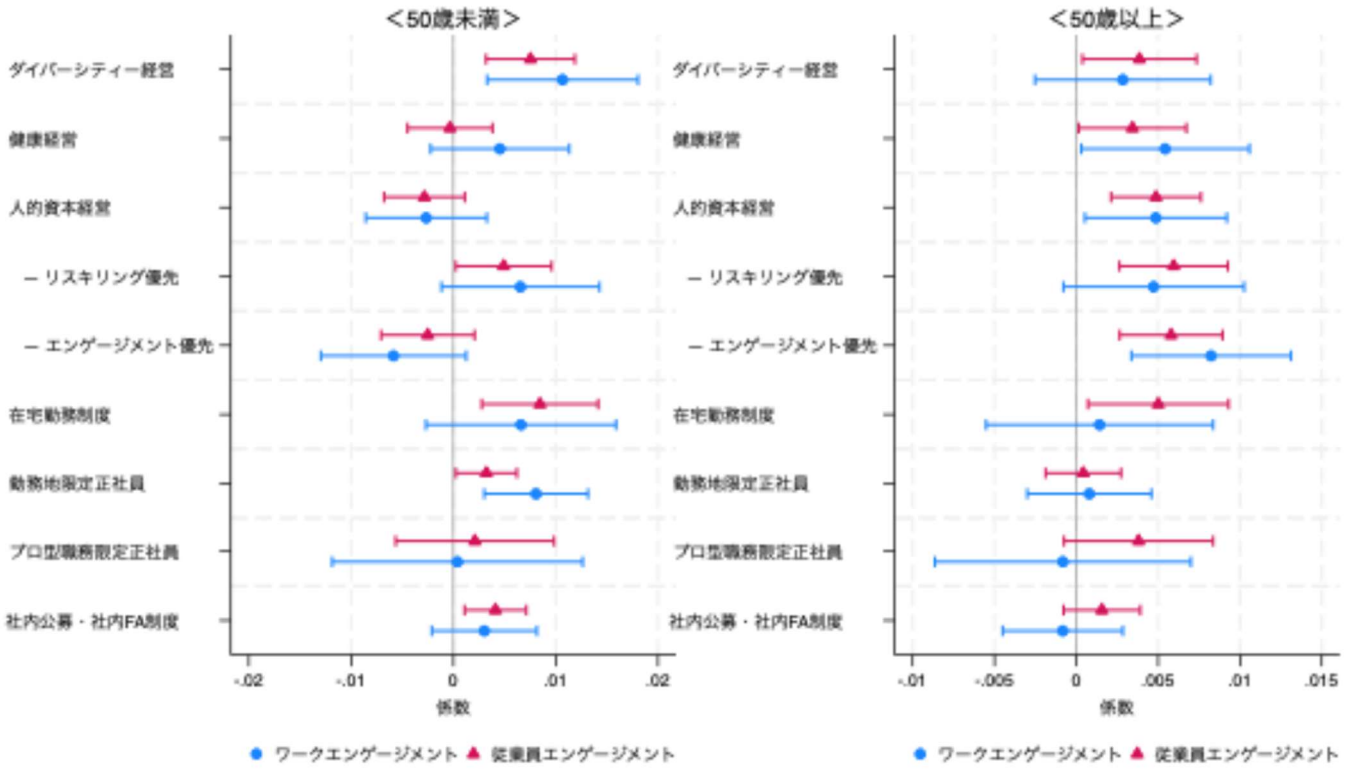
第二に、企業全体としてのスマートワーク経営の水準やテクノロジー活用も、従業員のウェルビーイングと密接に関連していた。SW 偏差値が高い企業ほど従業員エンゲージメントが高く、テクノロジーや生成 AI を積極的に導入している企業でも、従業員エンゲージメントが高い傾向が確認された。これらの結果は、テクノロジーの導入が単なる業務効率化にと

どまらず、従業員の働きがいや企業へのコミットメントの向上にも寄与する可能性を示している。

第三に、就職活動時期とその後のキャリアとの間にも一定の関連が確認された。特に、最終学年前年 9 月以前の過度に早い時期に内定を得た労働者では、現在のエンゲージメントが低く、男性では 3 回以上転職する可能性も高い傾向がみられた。また、最終学年 7 月以降の遅い時期に内定を得た場合にも、男性ではエンゲージメントの低下や転職 3 回以上となる可能性の上昇が確認された。

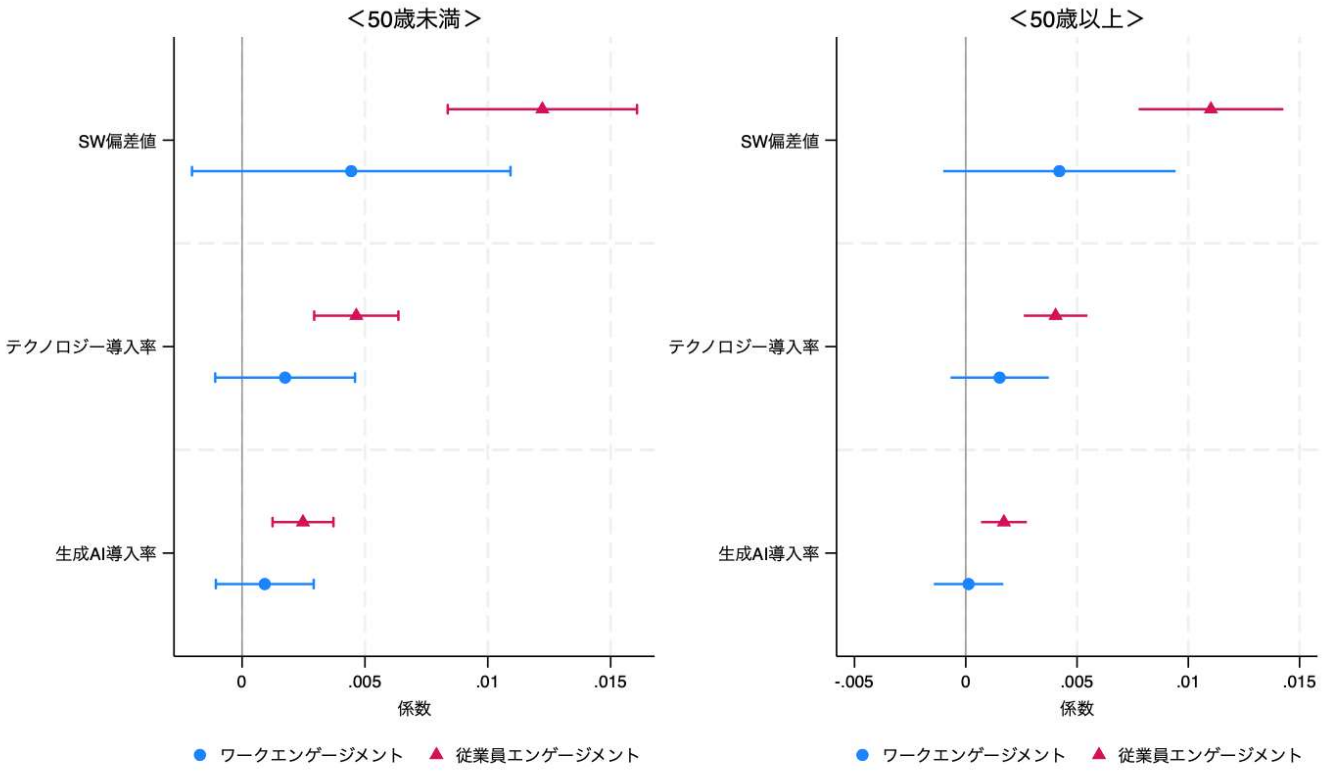
以上の分析から、スマートワーク経営は企業業績や企業価値の向上だけでなく、従業員一人ひとりのウェルビーイングや働き方の改善とも密接に関係していることが明らかとなった。また、デジタル技術や生成 AI の活用を組み合わせながら人的資本への投資を進めることは、従業員のエンゲージメント向上を通じて、企業の持続的な成長基盤の強化にもつながる可能性がある。さらに、採用段階においても、学生が十分な自己理解や企業理解を行える適切な就職活動時期を確保することが、長期的な人材定着やウェルビーイングの向上につながることが期待される。

図表 6-1　　人材施策実施年数が従業員のウェルビーイングへ与える影響



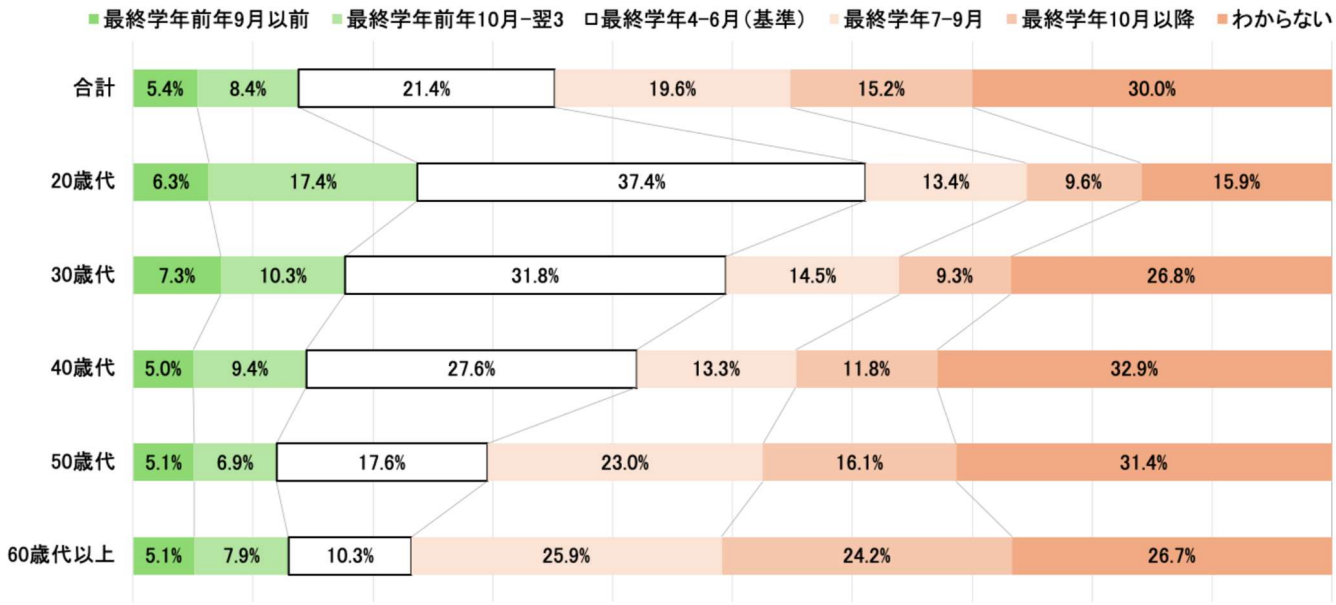
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」と「ビジネスパーソン調査」より筆者作成。
備考：　各点は、それぞれの人材施策の実施年数を説明変数とした回帰分析の係数を示している。横線は 90%信頼区間である。人材施策を実施していない企業は実施年数を 0 年としている。推計では、年齢ダミー、業種ダミー、職種ダミー、収入ダミー、学歴ダミー、性別ダミーをコントロールしている。サンプルサイズは 50 歳未満が 2,144、50 歳以上が 3,372。

図表 6-2　SW 偏差値やテクノロジー導入がウェルビーイングに与える影響



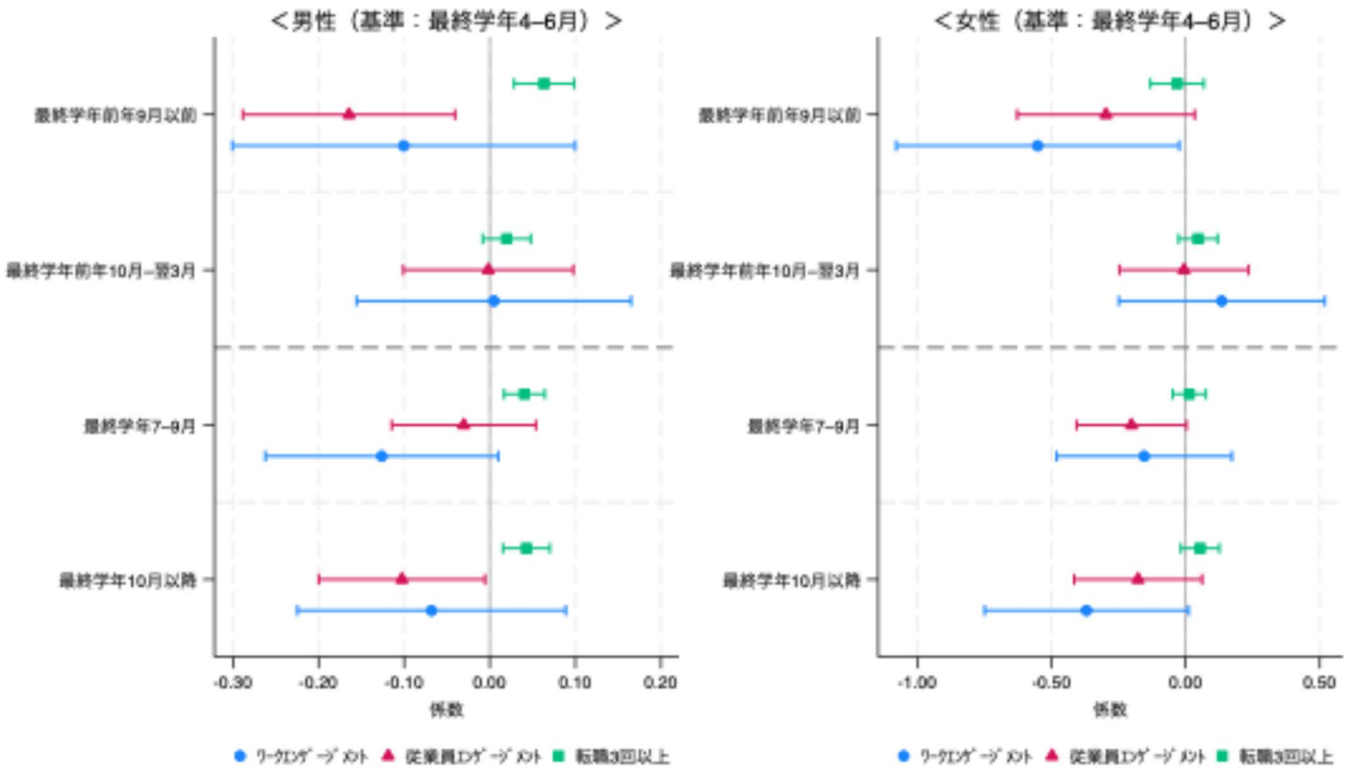
資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」と「ビジネスパーソン調査」より筆者作成。
備考：　各点は、SW 偏差値、テクノロジー導入率または生成 AI 導入率をそれぞれ説明変数とした回帰分析の係数を示し、横線は 90%信頼区間を表す。推計では、年齢、業種、職種、収入、学歴、性別をコントロールしている。サンプルサイズは 50 歳未満 2,144、50 歳以上 3,372。

図表 6-3　　就職活動時期（就職した企業からの内定時期）の年齢層別の分布



資料：「ビジネスパーソン調査」より筆者作成。
備考：　現在勤務している企業から内定を得た時期について、年代別の回答割合を示している。

図表 6-4　　就職活動の時期と現在のウェルビーイングや転職回数との関係



資料：「ビジネスパーソン調査」より筆者作成。
備考：　各点は、内定時期別ダミー変数を説明変数とした回帰分析の係数を示し、横線は 90%信頼区間を表す。被説明変数はワークエンゲージメント、従業員エンゲージメントおよび転職 3 回以上ダミーである。基準は「最終学年 4～6 月」である。分析対象は 55 歳未満であり、年齢、業種、職種、勤続年数をコントロールしている。サンプルサイズは男性 2,133、女性 407。

第７章　賃上げの決定要因　　山本勲（慶應義塾大学商学部教授）

2023 年以降、日本企業では高水準の賃上げが続いており、「賃上げの定着」が重要な政策課題となっている。しかし、企業間には賃上げの実施状況やその水準に大きな差がみられ、その違いを生み出している要因については十分に明らかになっていない。特に、一時的に大幅な賃上げを実施する企業と、継続的に賃上げを行う企業とでは、従業員への累積的な還元額にどのような違いが生じるのか、また、その背景にどのような企業特性や経営施策があるのかを把握することは重要である。そこで本章では、まず過去 3 年間の賃上げの実施回数と累積賃上げ額との関係を整理し、継続的な賃上げが実際にどの程度累積的な賃金改善につながっているのかを確認する。さらに、人的資本経営や人的資本情報開示、社内公募・FA 制度、テクノロジー導入などの人材関連施策と賃上げとの関係について分析し、どのような企業がより積極的な賃上げを実施しているのかを検証する。分析には「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」を用い、賃上げ額と各種人材関連施策との関係について、平均年齢、平均勤続年数、業種、企業規模、年次などをコントロールした変量効果モデルによる推計を行う。これにより、人材投資やデジタル化といった経営施策が、賃上げの持続性や大きさとどのように関係しているのかを明らかにする。

賃上げの頻度と累積額の大きさの関係

まず、賃上げの実施頻度と累積的な賃上げ額との関係を確認する。図表 7-1 は、2022 年以降の過去 3 年間における 5,000 円以上の賃上げ実施回数別に、3 年間の累積賃上げ額の分布を示したものである。図表 7-1（1）は従業員 2,000 人未満の企業、図表 7-1（2）は従業員 2,000 人以上の企業について集計した結果である。

図表 7-1（1）をみると、従業員 2,000 人未満の企業では、5,000 円以上の賃上げを 1 回未満しか実施していない企業では、3 年間の累積賃上げ額が 1～2 万円程度にとどまる企業が多い。一方、2 回実施した企業では累積 2～3 万円が中心となり、3 回実施した企業では 3～4 万円や 4～5 万円、さらに 5 万円以上の累積賃上げを実現している企業の割合が高くなっている。このことから、賃上げ回数が少ない企業ほど 3 年間の累積賃上げ額も小さく、一度に大きく賃上げを実施するよりも、継続的に賃上げを行う企業ほど累積的な賃上げ額が大きいことがわかる。

同様の傾向は、従業員 2,000 人以上の大企業でも確認される（図表 7-1（2））。むしろ、

大企業ではその傾向がより顕著であり、賃上げを3回実施した企業では累積3〜5万円以上の賃上げを実現している企業の割合が高い一方、賃上げ回数が少ない企業では累積賃上げ額も小さい企業が大半を占めている。

以上の結果から、賃上げは「一度に大きく引き上げる」よりも、「継続的に実施する」ことによって累積的な賃上げ額が大きくなることが確認された。特に、この傾向は大企業においてより明確であり、継続的な賃上げが従業員への賃金還元を拡大する重要な要因となっていることが示唆される。

人材施策と賃上げの関係

次に、どのような企業がより積極的な賃上げを実施しているのかを検証する。図表7-2は、人材関連施策やテクノロジー活用、人手不足感などをそれぞれ説明変数とした変量効果モデルの推計結果を示している。図中の点は推計係数、横線は90%信頼区間を表している。分析では、平均年齢、平均勤続年数、業種ダミー、企業規模ダミー、年ダミーをコントロールしている。

まず、図表7-2をみると、SW総合偏差値が高い企業ほど賃上げ額が大きい傾向が確認される。また、個別施策では、人的資本経営や人的資本情報開示を実施している企業、社内公募・社内FA制度を導入している企業において、より大きな賃上げが実施されている。さらに、テクノロジー導入率については全体として正の効果が確認され、とりわけ業務効率化や人的資源配置の効率化を目的としたテクノロジー活用との関連が比較的強い。一方、従業員全体や職種別の人手不足感については、有意な影響はほとんど確認されず、人手不足の程度そのものが賃上げ額を左右しているとはいえない結果となった。

以上の結果から、賃上げの大きさは、人手不足そのものよりも、人材への投資や人的資本経営、テクノロジー活用などを積極的に進めている企業で大きいことが明らかとなった。特に、SW経営を総合的に推進している企業では、従業員への継続的な賃金還元が行われている可能性が高く、この傾向は企業規模にかかわらず共通して確認された。

まとめ

本章では、企業における賃上げの実態と、その決定要因について分析した。第一に、過去3年間の賃上げ実施状況をみると、5,000円以上の賃上げを継続的に実施した企業ほど、累積賃上げ額が大きいことが確認された。この傾向は企業規模を問わず共通しており、特に大

企業ではその関係がより明確であった。すなわち、一時的な大幅賃上げよりも、継続的な賃上げを実施することが、従業員への累積的な賃金還元につながることが示された。

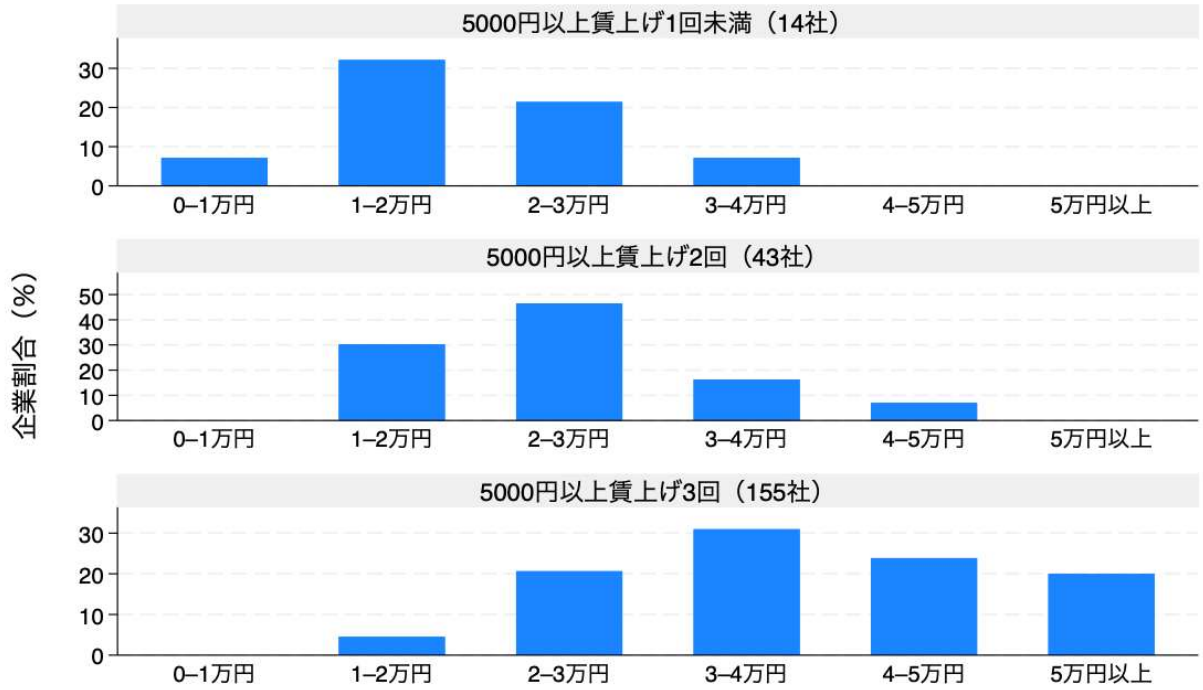
第二に、賃上げ額の決定要因について分析した結果、SW 総合偏差値が高い企業や、人的資本経営、人的資本情報開示、社内公募・社内 FA 制度などの人材関連施策を実施している企業では、賃上げ額が大きい傾向が確認された。また、テクノロジー導入率が高い企業、特に業務効率化や人的資源配置の効率化を目的としてテクノロジーを活用している企業では、より積極的な賃上げが行われていた。

第三に、人手不足感については、従業員全体あるいは職種別のいずれについても、賃上げ額との明確な関連は確認されなかった。この結果は、人手不足そのものが賃上げを決定しているというよりも、生産性向上や人的資本への投資を通じて持続的な成長を目指す企業ほど、結果として継続的な賃上げを実現していることを示唆している。

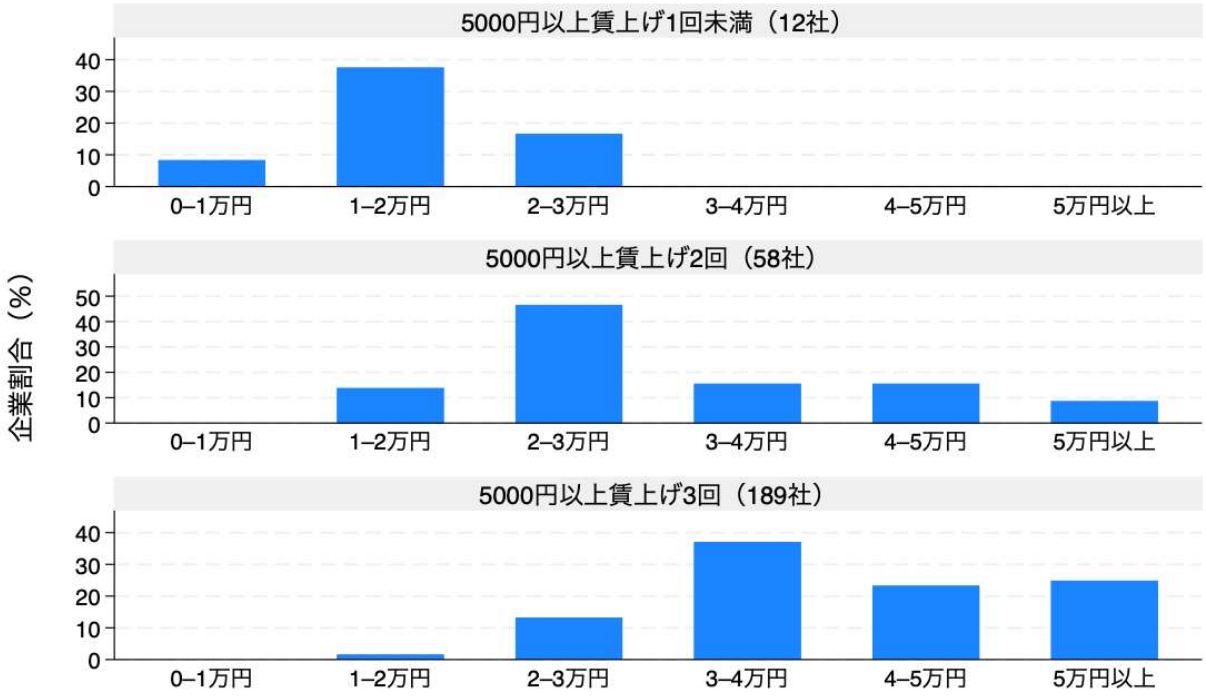
以上の分析から、持続的な賃上げを実現するためには、単に人手不足への対応として賃金を引き上げるだけでは十分ではなく、人的資本経営やテクノロジー活用などを通じて企業の生産性や競争力を高めることが重要であることが明らかとなった。人的資本への投資とデジタル化を進めながら企業価値を高め、その成果を継続的な賃上げとして従業員へ還元することが、今後の持続的な賃金上昇を実現する上で重要な経営戦略になると考えられる。

図表 7-1　　賃上げ頻度別の過去 3 年間の累積賃上げ額の分布

(1) 従業員 2000 人未満企業

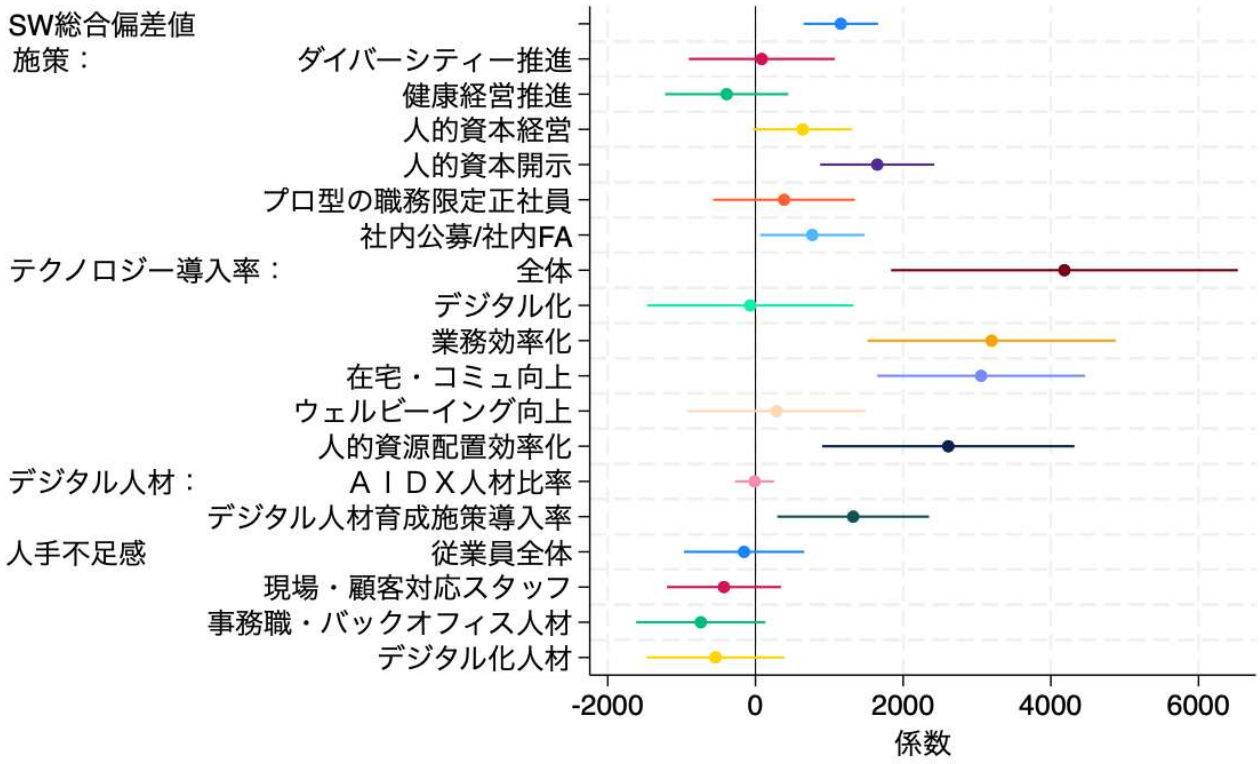


(2) 従業員 2000 人以上企業



資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：賃上げ回数は、2022～2024 年の 3 年間において、月額 5,000 円以上のベースアップを実施した回数である。累積賃上げ額は、同期間に実施した月額ベースアップ額の累計を表す。

図表 7-2　　人材施策・テクノロジー活用と賃上げ額の関係



資料：「日経サステナブル総合調査　スマートワーク経営編」より筆者作成。
備考：　各点は、それぞれの変数を説明変数とした変量効果モデルの推計係数を示し、横線は 90%信頼区間を表す。分析では、平均年齢、平均勤続年数、業種ダミー、企業規模ダミー、年ダミーをコントロールしている。サンプルサイズは 1,695（707 社）。