

人的資本経営の底上げと裾野拡大に 何が必要か

鶴光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部/RIETI）

滝澤美帆（学習院大学経済学部）

分析の全体像

6つのアプローチでSW偏差値の構造を解明

A SW偏差値上位 vs 下位

偏差値が高い企業と低い企業
で何が違うか？

B SW偏差値上昇幅の比較

大きく伸びた企業と停滞した
企業の特徴は？

C 離脱企業の分析

調査を途中でやめた企業の
特徴

D 3類型の時系列推移

高位安定・安定成長・低位安定
型の8年間の変化

E 3類型の詳細比較

初期値・平均・変化幅から
類型の違いを多面的に分析

F 固定効果分析

企業内の変化に着目し
SW向上の要因を特定

分析フレームワーク：人的資本経営の構造

分析変数を人的資本経営のフレームワーク+企業パフォーマンスで整理

人的資本の稼働向上

ウェルビーイング向上

主な変数

- 有給休暇取得率
- 在宅勤務利用率

職場にいないことを許容する仕組み。
働き方の柔軟性が従業員の活力を高める。

人的資本の水準向上

人的投資

主な変数

- 一人当たり研修費

従業員の能力・スキルへの直接投資。
人的資本そのものの「質」を高める
レバー。

人的資本経営のインフラ

キャリアの自律性

主な変数

- 自己申告制度
- 社内公募・FA制度

社員が自らキャリアを選択できる内部
労働市場の整備。

企業パフォーマンス

アウトカム指標

主な変数

- 営業利益率
- 労働生産性

A

SW偏差値上位・下位企業の比較

偏差値が高い企業は何が違う？（2025年最新データ）

A SW上位企業 vs 下位企業の比較（2025年）

SW偏差値 上位25%（第4分位）と下位25%（第1分位）の主要指標を比較

SW下位企業（第1分位）

vs

SW上位企業（第4分位）

有給休暇取得率

65.2%

+10.1pt

75.3%

在宅勤務利用率

11.4%

+14.6pt

26.0%

労働生産性

4,233

約2.6倍

10,858

営業利益率

5.0%

+8.8pt

13.8%

一人当たり研修費

低

大差

約3倍

💡 SW偏差値が高い企業は、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で優位。人材投資額は下位企業の約3倍。

B · C

SW偏差値上昇幅分析 & 離脱企業分析

伸びる企業の共通点

B SW上昇幅が大きい企業の特徴

SW偏差値の変化幅（dsw）で企業を4グループに分類

グループ	SW変化幅	有給取得率	研修費	社内公募率
第4分位 大幅上昇	+8.5	61.4%	0.06	42%
第3分位 やや上昇	+2.3	61.7%	0.04	37%
第2分位 ほぼ横ばい	-0.6	62.0%	0.04	36%
第1分位 低下・停滞	-5.6	55.6%	0.05	34%

各分位166社

注目ポイント

- ▶ 有給取得率
低下群のみ56%
他は61～62%
- ▶ 社内公募・FA
上昇群42%>
低下群34%
- ▶ 一人当たり研修費
上昇群0.06>
他0.04～0.05
- ▶ 初期SW水準
4群でほぼ同じ
(43～46)

C 離脱企業（調査途中でやめた企業）の分析

継続企業：SW偏差値50.0、有給取得率71.3%、一人当たり研修費0.054
離脱企業：SW偏差値42.4、有給取得率63.0%、一人当たり研修費低水準
→ 注意：SWスコアが低い企業ほど調査から脱落しやすい傾向

D

3類型の経年推移（2018～2025年）

高位安定型・安定成長型・低位安定型の8年間の変化

D 3類型の定義と企業数

SW偏差値の初期水準と変化方向で企業を分類

★ 高位安定型

91社

初期SW 上位25%
& 変動幅 ≤ 5

最初から高い水準を維持し続ける企業。
「優等生」グループ。

SW: 57.8 → 54.5

📈 安定成長型

50社

初期SW 下位25%
& 変化幅 ≥ +5

最初は低かったが、大きくスコアを改善させた企業。「後から伸びた」グループ。

SW: 35.6 → 46.2

🏠 低位安定型

92社

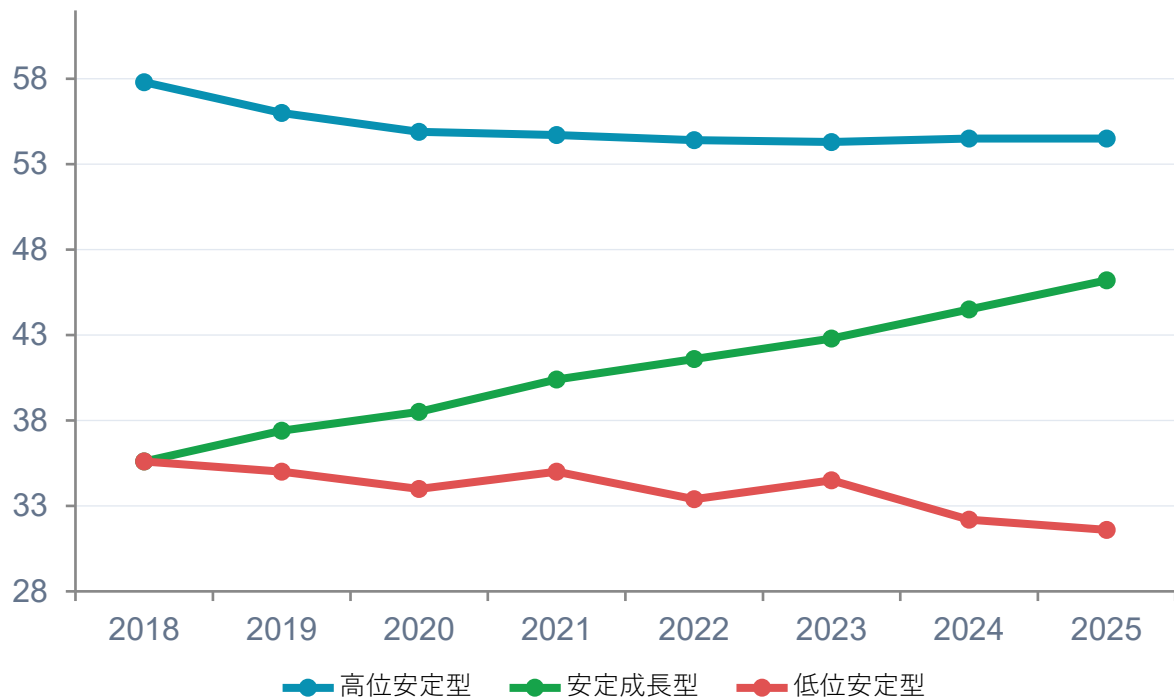
初期SW 下位25%
& 変化幅 < +2

最初から低く、改善も見られない企業。
「停滞」グループ。

SW: 35.6 → 31.6

D 3類型のSW偏差値推移（2018～2025年）

安定成長型は8年で約+11ポイント改善。低位安定型は下落傾向が続く。



高位安定型

54.5

2025年のSW (-3.3pt)

安定成長型

+11.4

8年間のSW改善幅

低位安定型

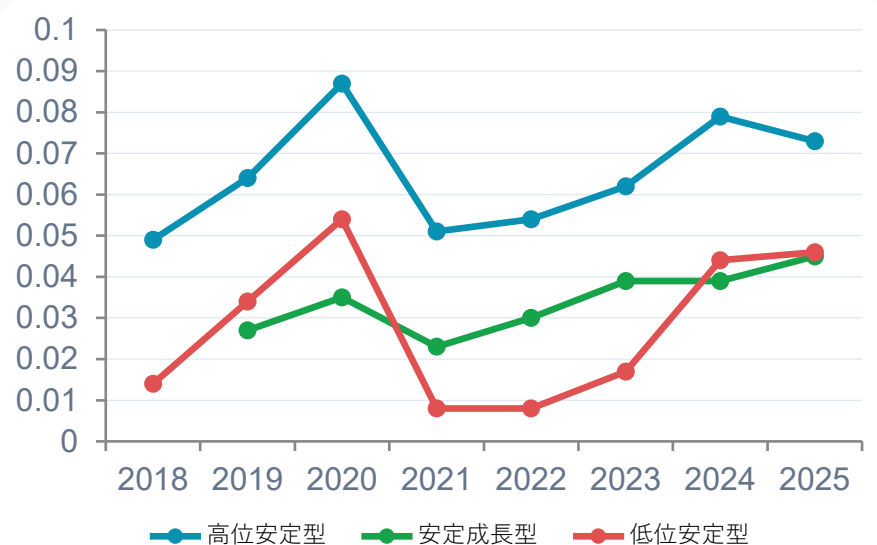
31.6

2025年のSW (下落傾向)

D 3類型の一人当たり研修費の推移

人的投資の格差が類型の差を生む

【一人当たり研修費】



✦ 高位安定型は研修費が一貫して高水準。安定成長型は研修費が徐々に増加し、SW改善と人的投資の拡大が連動している。

E

3類型の詳細比較

初期値・期間平均・変化幅から「類型の差」を読む

E 類型別 初期値の比較

出発点からすでに大きな差がある——特に「制度整備」で明確

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	制度整備（初期）
有給取得率	64.3%	57.7%	58.7%	自己申告制度
労働生産性（円）	8,925	8,773	6,018	高位：76.9%
営業利益率	9.9%	9.3%	5.9%	成長：26.0%
一人当たり研修費	0.058	0.035	0.040	低位：14.1%
				社内公募・FA制度
				高位：70.3%
				成長：14.0%
				低位：5.4%

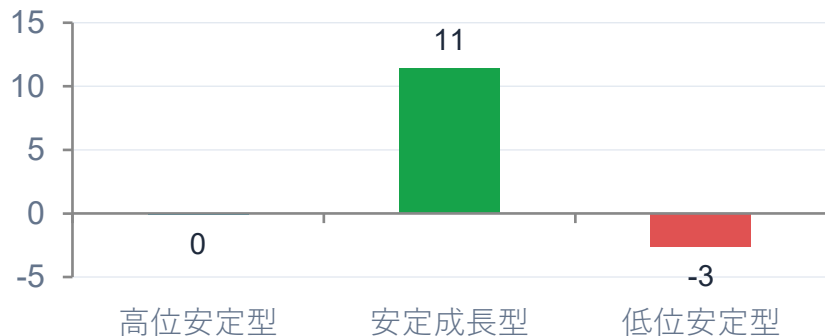


高位安定型は初期から自己申告・社内公募制度の整備が進んでいる（76.9%・70.3%）。
低位安定型はわずか14.1%・5.4%。
制度整備の差が出発点から存在する。

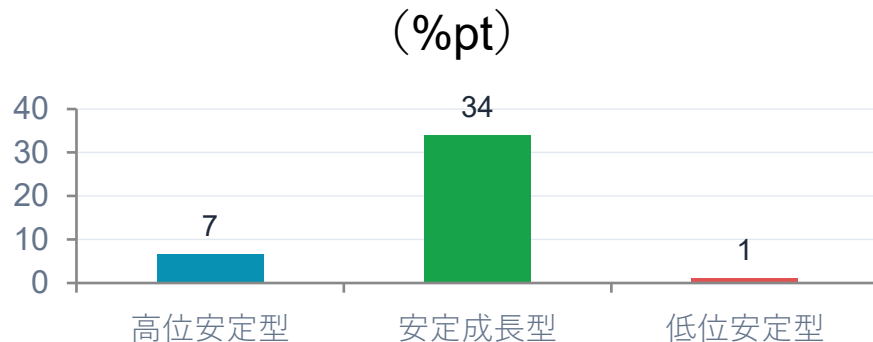
E 類型別 変化幅の比較（最終年 - 初期年）

安定成長型が「後から大きく変わった」理由は制度の導入拡大

SW偏差値の変化幅（点）



社内公募・FA制度 導入率の変化



指標	高位安定型	安定成長型	低位安定型
有給取得率変化	+5.9pt	+9.6pt	+0.3pt
自己申告制度変化	+6.6pt	変化大	+1.1pt

安定成長型の
特徴

社内公募・FA制度
+34pt (最大)

有給取得率
+9.6pt (最大)

F

固定効果回帰分析

「企業内の変化」から見たSW向上の要因を特定

F 固定効果分析：SW偏差値の決定要因

企業内の「変化」に着目した分析。n=2,045、738社（企業×年パネル）

分析手法：固定効果（FE）モデル+年固定効果 クラスター標準誤差（企業レベル） within R²=0.031 between R²=0.449 rho=0.922

説明変数	係数	標準誤差	p値（有意性）	解釈
有給休暇取得率	+0.025	0.013	0.053*	10%水準で有意・正
在宅勤務利用率	+0.011	0.008	0.169	有意でない
一人当たり研修費	+2.123	2.372	0.371	有意でない
自己申告制度	+0.559	0.252	0.027**	導入でSW +0.56pt ★有意
社内公募・FA制度	+0.565	0.260	0.030**	導入でSW +0.57pt ★有意

注：固定効果モデルのため「同一企業内での変化」を捉えた推定。 ** p<0.05、* p<0.10。

F 回帰分析の結果をわかりやすく読む

「同じ企業が変わったとき」に何がSWを動かすか？

自己申告制度を導入すると...

SW +0.56pt

制度がある年とない年で平均0.56pt差。「社員が自分でキャリアを申告できる」制度がSW向上に寄与することを企業内変動データが示す。

社内公募・FA制度を導入すると...

SW +0.57pt

社内公募・FA制度の導入もSWと有意な正の関連。内部労働市場の整備（社員が社内で自由に異動・応募できる仕組み）が効果的。

総括



水準向上：人的投資との関連

研修費は高SW企業・SW上昇企業・高位安定型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が漸増しており、投資の拡大がSW改善と連動している。



インフラ：キャリアの自律性との関連

自己申告制度・社内公募制度の導入率は、類型間で顕著な差異を示す。高位安定型では初期から高水準（7割超）であり、安定成長型では観測期間中に大幅に拡大（+34pt）した。一方、低位安定型は依然として低水準にとどまる。内部人材マーケットの整備がSWの改善・維持に寄与している可能性が高い。



稼働向上：ウェルビーイングとの関連

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（有給で約10pt、在宅で約14ptの差）。固定効果分析でも有給取得率はSW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。

人的資本経営は 企業価値を高めるか？

滝澤美帆（学習院大学経済学部）

リサーチクエスチョン

人的資本経営への取り組みは、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か？

チャンネルA：リスク低減

人的資本投資・開示

↓

組織の安定性・透明性向上

↓

投資家のリスク認識の低下

↓

株価リスク (β) 低下 → 資本コスト低下

→ 仮説：HCIIndex係数 < 0 (リスク低減)

チャンネルB：成長期待

人的資本投資・開示

↓

無形資産価値の可視化

↓

成長期待の形成

↓

PBR・Q上昇 (企業価値向上)

→ 仮説：HCIIndex係数 > 0 (市場評価向上)

分析設計：何を測ったか／HCIndexはどう作ったか

分析の構造：人的資本の開示充実度が、市場評価に与える影響を測定



※企業規模・産業特性・年次効果をコントロール変数として調整したうえで、HCIndex単独の効果を推計 (OLS回帰、N=641～715社)

HC Index の構築

HCIndex = 下記5指標の開示充実度 (0～1) の **平均値**

train 0～1 / 開示充実度 研修時間・費用	turnover 0～1 / 開示充実度 離職率	female_mgr 0～1 / 開示充実度 女性管理職比率	gender_paygap 0～1 / 開示充実度 男女給与格差	engage 0～1 / 開示充実度 従業員エンゲージメント
--	---------------------------------------	---	---	---

	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	X	bq4d_2	bq4e_2
★ 3. 男女管理職比率(または人数)	bq4a_3	bq4b_3	X	bq4d_3	bq4e_3
★ 4. 男女給与格差	bq4a_4	bq4b_4	X	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

人的資本経営は リスクを下げないが、企業価値は高める

β 値（リスク）

0.149

HCIIndex係数

$p = 0.082$ （弱有意・正）

リスク低下せず ↑

PBR（市場評価）

0.566

HCIIndex係数

$p < 0.001$ （強有意・正）

企業価値上昇 ↑

Tobin's Q

0.345

HCIIndex係数

$p < 0.001$ （強有意・正）

PBRの結果の頑健性確認

推計結果：3つの市場指標で同じ結論

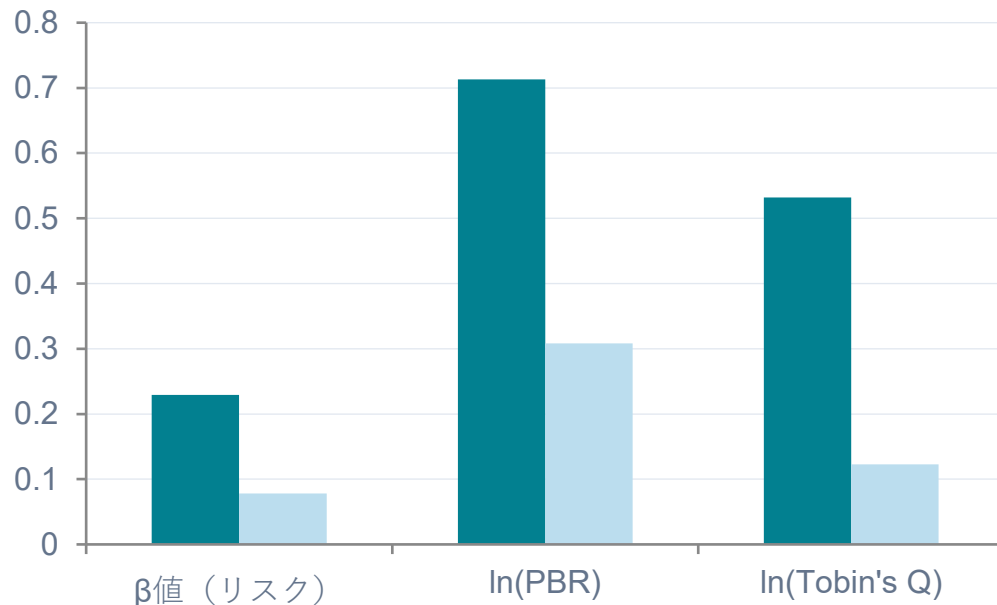
変数	β値（リスク）	PBR（市場評価）	Tobin's Q（成長期待）
HCIndex （人的資本開示の充実度）	0.149 † (p=0.082)	0.566 *** (p<0.001)	0.345 *** (p<0.001)
企業規模（従業員数）	0.006 (p=0.714)	0.076 ** (p=0.003)	0.041 * (p=0.025)
産業・年次の影響を調整	✓	✓	✓
説明力（R ² ）	0.339	0.218	0.199
サンプル数	715	641	642

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

 PBR・Tobin's Q が強く有意 ★★★（1%水準） = 市場は人的資本開示を「企業価値の上昇要因」として評価。一方、β値（リスク）は低下せず、むしろ僅かに正方向。

規模別分析：中堅企業で効果が際立つ

hc_index 係数の比較



中堅以下 (< 2,000人)

PBR **0.713 ***** (p=0.001)

Tobin's Q

0.532 *** (p<0.001)

β値

0.229 † (p=0.059)

大企業 (≥ 2,000人)

PBR **0.308 n.s.** (p=0.113)

Tobin's Q

0.123 n.s. (p=0.381)

β値

0.078 n.s. (p=0.511)

※n.s.: not significant

>> 人的資本開示の情報価値は中堅企業で特に高い — 大企業ではすでに織り込み済みの可能性

個別指標の分析：どの開示が市場に効くか

指標	β 値	PBR	Tobin's Q	解釈
研修時間・費用 (train)	0.047 n.s.	0.022 n.s.	-0.008 n.s.	効果なし
離職率 (turnover)	0.110 † (p=0.067)	0.275 * (p=0.014)	0.207 ** (p=0.007)	★唯一の有意効果 (注：正方向)
女性管理職比率 (female_mgr)	-0.027 n.s.	0.058 n.s.	0.043 n.s.	効果なし
男女給与格差 (gender_paygap)	-0.056 n.s.	-0.038 n.s.	-0.044 n.s.	効果なし
エンゲージメント (engage)	0.043 n.s.	0.185 n.s.	0.086 n.s.	効果なし (p=0.12 で惜しい)

注：† p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01。産業・年次固定効果。クラスター標準誤差 (firmid)

✦ **離職率の開示だけが3指標すべてで有意。** 業種を超えて比較しやすい指標であり、「正直に出せる＝人材管理に自信あり」というシグナルとして市場に伝わっている可能性。

結果の解釈：人的資本は「守り」ではなく「攻め」の資産

標準理論の予測（支持されず）

~~人的資本投資 → リスク低下 → 株価上昇~~

期待：人的資本は「守りの資産」



実証結果

人的資本投資 → リスクは下がらず → 株価は大きく上昇

実際：人的資本は「攻めの資産」

解釈① 成長期待として評価

投資家は人的資本投資を「企業を安定させる要素」より「成長を生み出す要素」として評価。無形資産（人材力）に対する市場の値付けが顕在化している可能性。

解釈② 因果の向きに注意

「成長企業がたまたま人的資本開示も充実させている」（逆方向の因果）の可能性も。ただしリスクが下がらず逆に上昇していることから、これだけでは説明不足。

解釈③ 今後の検証課題

HCIndexは「どれだけ多く開示しているか」の指標で、開示の質まで捉えているかは別途検証が必要。追加のコントロール変数が必要。

政策・実務への含意

本研究のメッセージ：見えない資産（人材力）に、市場はちゃんと値段をつけている

◆ 中堅企業ほど、開示の効果が大きい

中堅企業（<2,000人）は「投資家からまだ十分には見えていない」状態であり、開示することで市場の評価が大きく動く余地がある。

◆ 開示の充実度が、企業価値の高さと連動している

人的資本の開示が網羅的な企業ほど、企業価値（PBR）が高い傾向。ただし「開示が企業価値を上げた」のか、「企業価値が高い企業が開示を充実させている」のか、因果関係の特定は今後の課題。

まとめ

人的資本経営は 「ディフェンシブ（守り）」ではなく「グロース（攻め）資産」

（人的資本開示を積極的に行う企業を投資家は「リスクが低い安定した会社」とは見ておらず、むしろ「成長が期待できる会社」として評価）

- 株価リスク (β) : 低下せず → 「人的資本＝守りの資産」説は支持されず
- PBR（市場評価） : 強く有意（係数0.566） → 「人的資本＝攻めの資産」説を支持
- Tobin's Q でも同様の結果を確認
- 中堅企業（<2000人）で効果が顕著（PBR係数 0.713）
- 離職率に関する開示の網羅性が個別指標として唯一有意

雇用の流動性と企業パフォーマンス

転職・離職・中途採用は企業を強くするのか？

鶴光太郎（大妻女子大学データサイエンス学部/RIETI)

滝澤美帆（学習院大学経済学部)

日本の雇用流動性：いま何が起きているか

331万人

2024年の転職者数
(3年連続増加)

総務省 労働力調査 2025

7.2%

2024年の正社員転職率
(過去最高水準)

マイナビ 転職動向調査 2025

10.4%

転職入職率 (2023年)
コロナ前水準を回復

厚労省 雇用動向調査 2024

約半分

日本の労働移動はOECD平均の
約半分の水準 (流入出率)

労働経済白書 2022

 転職は増えているが、日本の流動性は依然として低水準。

本研究の設計

「流動性指標」

1. 離入职率

採用・退職の合計 ÷ 社員数
= 人の出入り全体の多さ

2. 離職率

退職者数 ÷ 社員数
= どれだけ人が辞めるか

3. 中途採用超過率

(中途採用 - 新卒採用) ÷ 社員数
= 中途採用への依存度

4. 三年後在籍率

入社3年後も在籍している割合 (%)
= 社員の定着度

分析の方法

固定効果モデル (Fixed Effects)

企業ごとの固定効果 (経営者の質・企業文化など観察できない特性) を除去し、純粋な流動性の効果を推定。

1期先の被説明変数 (Lagged Outcome)

被説明変数は $ROS(t+1) \cdot \ln(\text{労働生産性})(t+1)$ 。今期の流動性が翌期の業績に与える影響を測定。

💡 「今年の人動き→来年の業績」への効果を分析

異常値処理 (p1-p99トリミング)

各流動性変数の上下1%を除外。

💡 極端な外れ値の影響を排除

分析結果：翌年ROS（売上高利益率）への影響

表の読み方

係数がプラス

→ その指標が上がると
翌年の利益率も上がる

** や ***

→ 偶然ではなく
統計的に確かな関係

✓ 離職率 ↑ → 翌年の利益率 ↑ (係数+0.90、5%有意)

⚠ 中途採用に偏りすぎ → 利益率 ↓ (係数-11.0、1%有意)

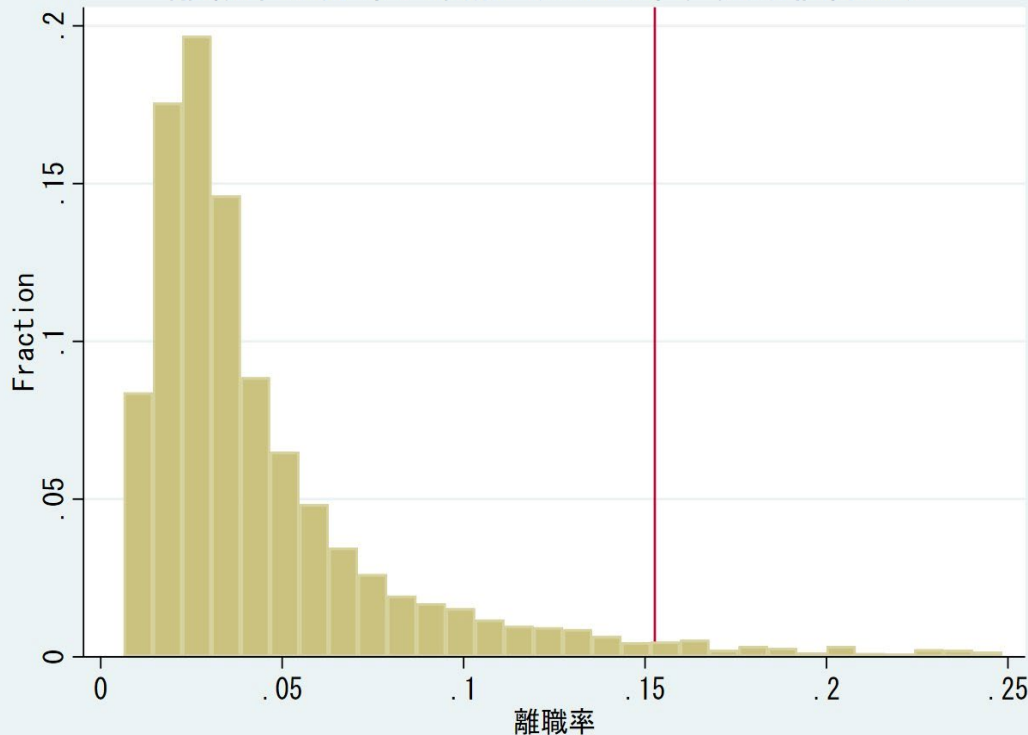
⚠ 三年後在籍率が高い → 翌年の利益率 ↓ (係数-0.003、5%有意)

	(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	-0.121 (0.303)	0.900** (0.451)	0.130 (0.232)	-0.003** (0.002)
流動性指標 ²	0.411 (0.683)	-2.947 (2.119)	-10.976*** (1.855)	0.000 (0.000)
正社員数 (対数)	0.026 (0.037)	0.026 (0.034)	0.011 (0.035)	0.027 (0.035)
正社員伸び率	-0.037 (0.029)	-0.017 (0.025)	-0.023 (0.027)	-0.034 (0.027)
観測数	2,519	2,564	2,562	2,414

括弧内は標準誤差。*** $p < 0.01$ 、** $p < 0.05$ 、* $p < 0.10$ 。年度・企業固定効果を含む。

ほとんどの会社は「まだ人が動いていない」

離職率の分布と頂点（ROS基準、異常値除外）



96.9%

の企業が「まだ流動性を高められる」区間にいる

平均 4.8%

が現在の日本企業の平均的な離職率

グラフの見方

横軸 = 企業の離職率

縦軸 = その離職率の企業の割合

データが示す3つのメッセージ

01

「人が適度に動く会社」は翌年の利益率が高い

離職率と翌年のROS（売上高利益率）は正の相関。日本の平均離職率4.8%は低すぎる水準。
→ 人材が出入りすることで、組織に新しい風が入り、業績が上がる。

02

中途採用「一辺倒」はむしろ逆効果

中途採用に極端に偏ると利益率が下がる（統計的に強く有意）。新卒育成と外部採用のバランスが大切。
→ 即戦力ばかり求めると、組織の一体感や文化が壊れる可能性。

03

「誰も辞めない会社」が良い会社とは限らない

入社3年後の在籍率が高いほど翌年の利益率は低い傾向（統計的に有意）。
→ 新陳代謝ゼロは、停滞のサイン。適度な人材の入れ替えが組織の活力を生む。