

調査レポート

従業員ウェルビーイングと 企業業績の分析

2025年3月

MUFG資産形成研究所

研究員 小澤 良祐

三菱UFJフィナンシャル・グループ

世界が進むチカラになる。



背景

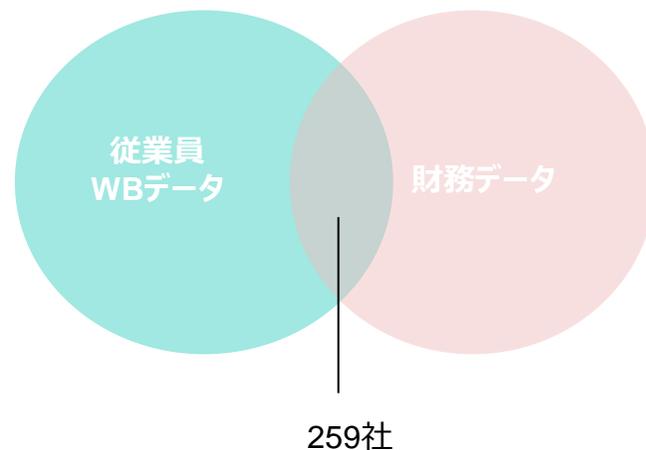
- 人材を「人的資本」として捉え、この価値を高めることで企業価値を中長期的に向上させる「人的資本経営」が注目されている
- 中でも、従業員の**ウェルビーイング（以下、WB）**は一人ひとりの能力発揮を促し、生産性を向上させ、さらにWBを向上させる好循環を生み出すものとして期待されている（厚生労働省 雇用政策研究会, 2019）
- 一方で、従業員のWBと企業価値や生産性との関連を示す実証的なデータは少なく、実際に関連が見られるのか検証が必要である

分析概要

- **従業員WBデータ**：アドバンテッジ リスク マネジメント社が提供するストレスチェックサービス「アドバンテッジ タフネス」より、従業員WB・FWB*を偏差値化したもの。
データ取得期間は2021/12～2022/11
- **財務データ**：日本経済新聞社「日経NEEDS」より、決算データを使用。
2021/04～2022/03までを初年度データとし、次年度・次々年度まで、最長で3か年分
- 両データで照合できた259社を対象とした
- 営業利益が赤字企業を除外、外れ値の除外、データ欠損等により、分析ごとにサンプルは異なる点

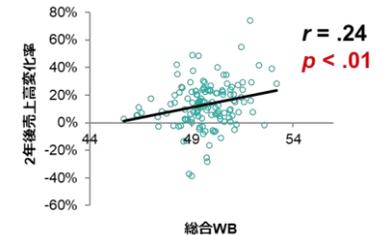
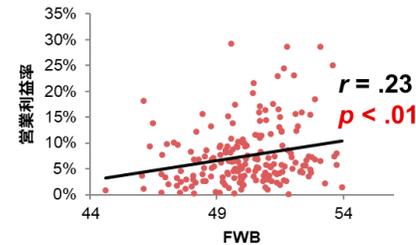
（データの詳細はP.25, 26をご参照）

*FWB：ファイナンシャル・ウェルビーイング



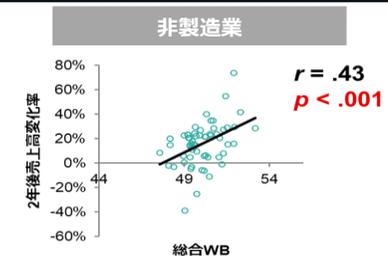
研究1：WBと企業業績の現状分析および予測可能性の検討

- WBやFWBは、1人あたり売上高や営業利益率と正の相関がある
- 将来の売上高成長率と正の相関がある
- WBは企業価値を高め、その企業価値がWBを上げる好循環の可能性を示唆する



研究2：業種による違いの検討

- 売上高成長率とWBは、非製造業で強い相関がある
- 非製造業では、人的資本が事業拡大に貢献しやすいことを示唆
- 製造業でも1人あたり売上高とWBに相関があることから、設備投資を考慮したり、より長期のデータで検証すれば、WBで売上高の向上を予測できるかもしれない



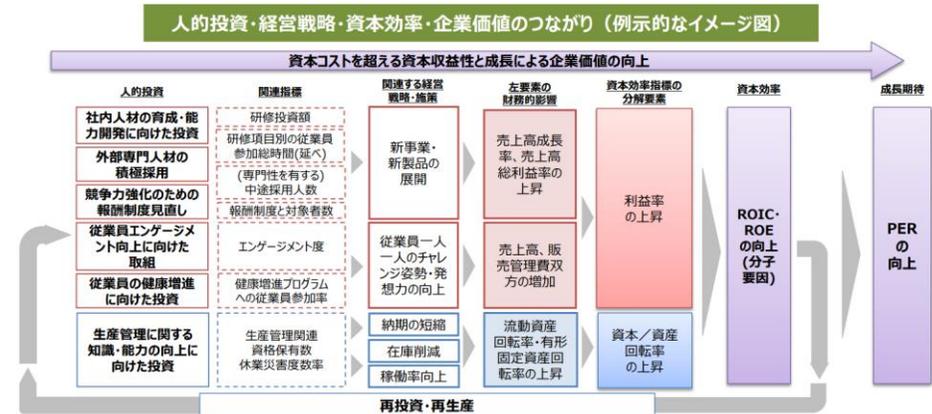
研究3：営業利益率下降要因の検討

- 研究1・2で、営業利益率変化率とFWBに負の相関が見られた
- 営業利益率変化率を低下させる、「利益率の平均への回帰性」を考慮すると、この負の相関は見られなくなった
- しかしながら、営業利益率の向上を予測するには至らなかった
- 本研究は2年後までの変化を分析したが、より長い時間軸で検証することが期待される

研究1：WBと企業業績の現状分析および 予測可能性の検討

背景1

- WBは、エンゲージメントと同様に人的資本の「発揮」を促す要素として捉えることができる
(人的資本理論の実証化研究会, 2024)
- エンゲージメントが企業価値につながる理論的枠組みでは、従業員のチャレンジや発想力が向上し、売上高・販管費の増加、さらには利益率の上昇につながるとされている
(内閣官房, 2022)
- WBも同様の効果が期待されるのではないだろうか
- また、生活の全体的なWBの向上には、お金に関する満足である「ファイナンシャル・ウェルビーイング (以下、FWB)」の影響が大きいようである (内閣府, 2024)



内閣官房「非財務情報可視化指針」より
人的投資が企業価値向上につながる理論的枠組み

研究1の仮説

上記のプロセスで、従業員のWBが企業価値を向上させるなら

- ① WBと企業業績に正の相関がある
 - ② WBにより企業業績の成長を予測することができる
- 従業員の総合的なWBの偏差値を「総合WB」、経済的不安がないことの偏差値を「FWB」として用いた
 - 財務データには「1人あたり売上高※」と「営業利益率」、およびそれらの変化率を用いた
 - 相関係数 (r) を用いて検証する。また、 $p < .05$ を統計的に有意な結果であると解釈した

※分母の従業員数は「アドバンテッジ タフネス」の対象者数

	全体	男性	女性
家計と資産	0.234 ***	0.223 ***	0.241 ***
雇用環境と賃金	0.030 **	0.076 ***	-0.005
住宅	0.082 ***	0.073 ***	0.089 ***
仕事と生活 (ワークライフバランス)	0.081 ***	0.103 ***	0.063 ***
健康状態	0.128 ***	0.127 ***	0.130 ***
教育水準・教育環境	0.044 ***	0.045 ***	0.046 ***
交友関係やコミュニティなど社会とのつながり	0.061 ***	0.092 ***	0.023
政治・行政・裁判所への信頼性	-0.015	-0.008	-0.025 *
生活を取り巻く空気や水などの自然環境	-0.027 **	-0.024	-0.031 *
身の周りの安全	0.013	-0.002	0.035 *
子育てのしやすさ	0.035 ***	0.055 ***	0.016
介護のしやすさ・されやすさ	-0.085 ***	-0.106 ***	-0.065 ***
生活の楽しさ・面白さ	0.394 ***	0.350 ***	0.427 ***
定数項	0.488 ***	0.297 ***	0.686 ***
修正済み決定係数	0.637	0.654	0.624
サンプルサイズ	10633	5296	5337

(備考)***、**、*はそれぞれ0.5%、2.5%、5%で有意

内閣府「満足度・生活の質に関する調査報告書 2024」より
総合的な満足度を従属変数とし、表中左列の各満足度を独立変数とした際の修正済み決定係数

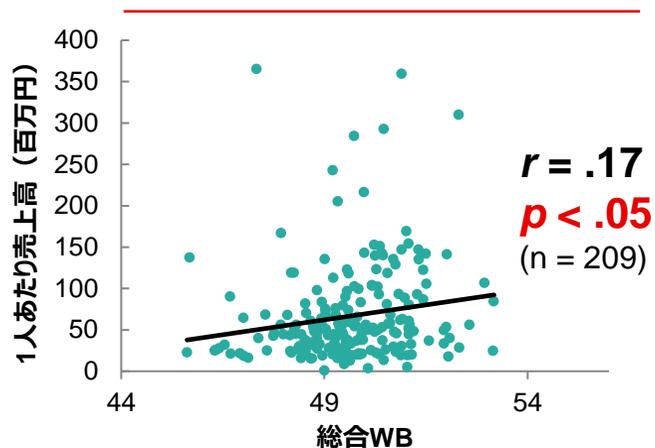
結果1-① 売上高・営業利益率とWB・FWB

- WB・FWBともに、1人あたり売上高と正の相関が見られた
- WB・FWBともに、営業利益率と正の相関が見られた

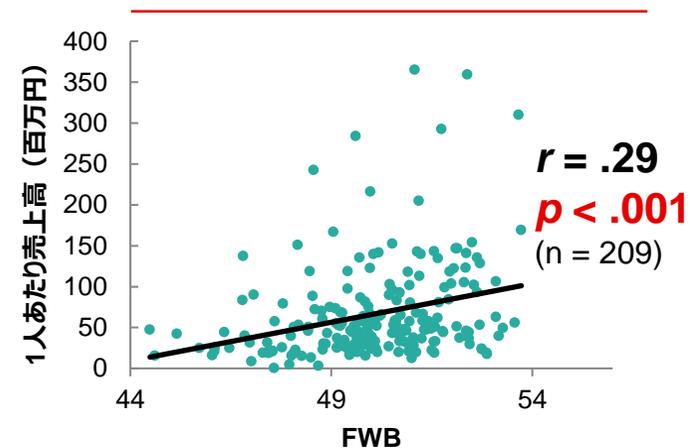


仮説①WBと企業業績に正の相関がある
を支持する結果

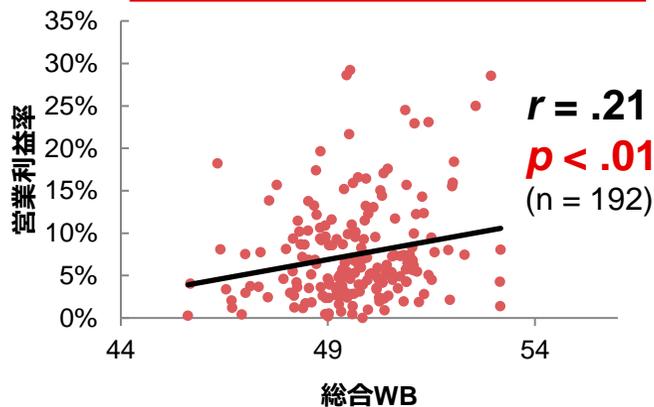
WBと売上高



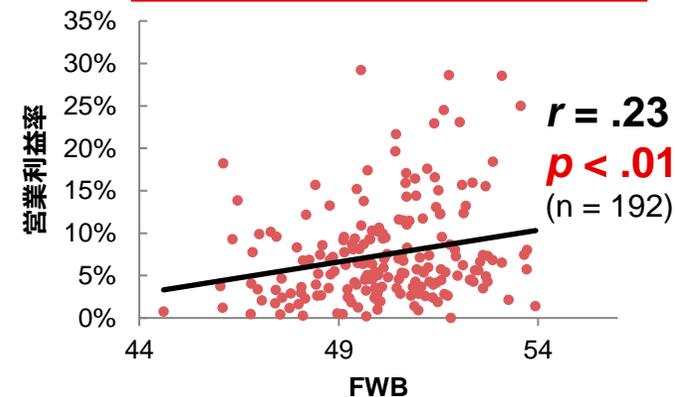
FWBと売上高



WBと営業利益率



FWBと営業利益率



結果1-② 売上高の変化とWB・FWB

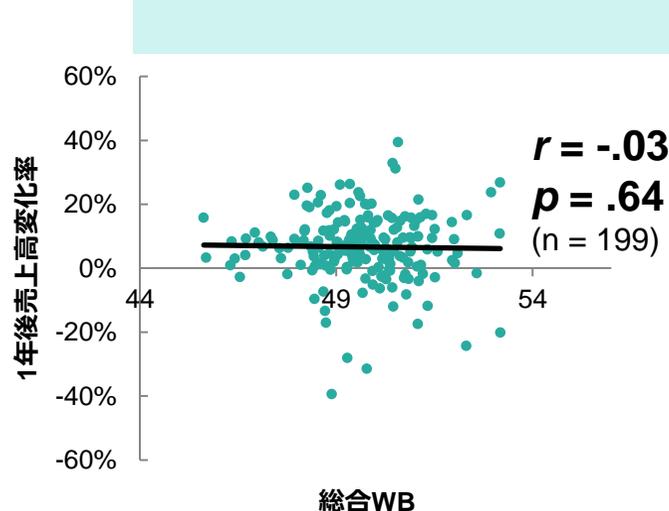
- WBは2年後売上高変化率と正の相関が見られた
- FWBでは有意な相関は見られなかった。しかし、2年後の成長率と正の相関の方向性は見られている



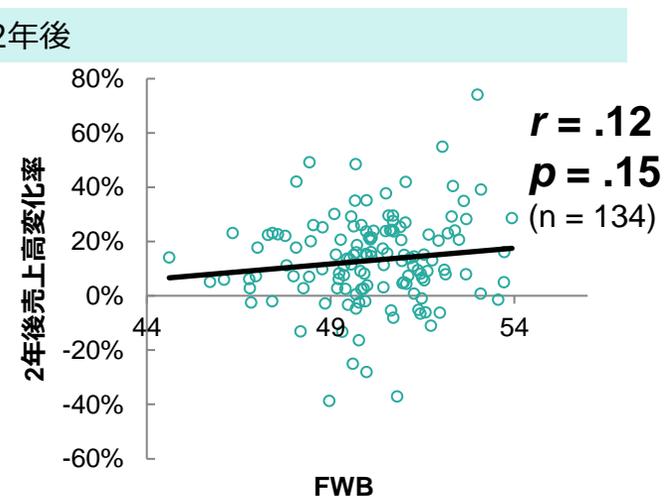
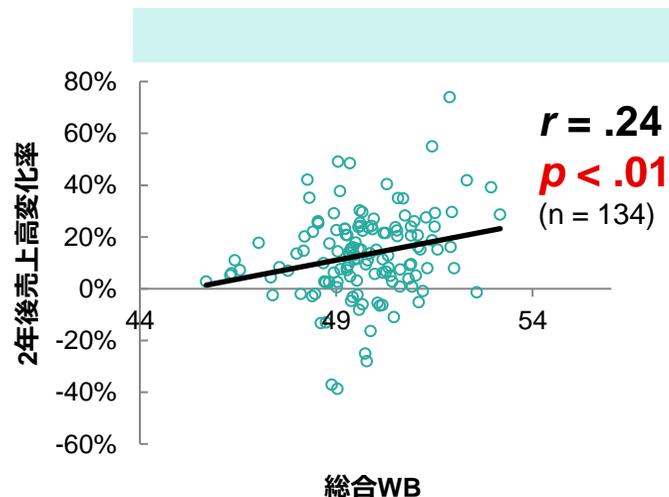
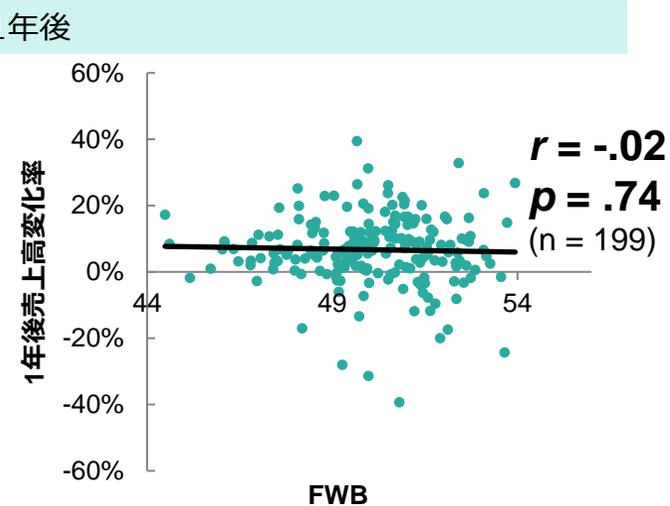
仮説② WBにより企業業績の成長を予測することができる
を相応に支持する結果

特に、より長期的な売上高の成長を予測できる可能性を示唆

WBと売上高変化率



FWBと売上高変化率



結果1-③ 営業利益率の変化とWB・FWB

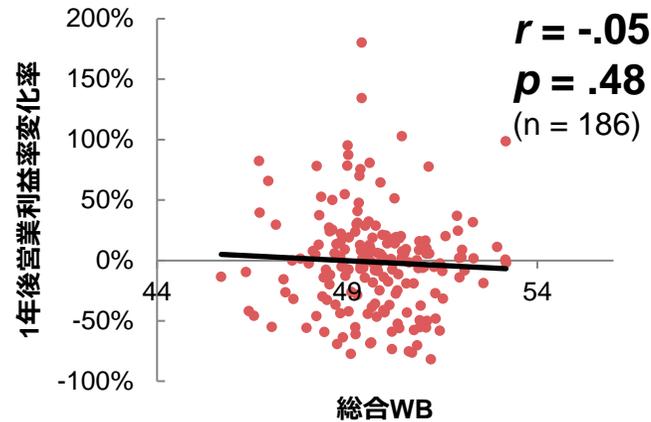
- WBは営業利益率変化率と有意な相関は見られなかった
- FWBは2年後営業利益率変化率と負の相関が見られた



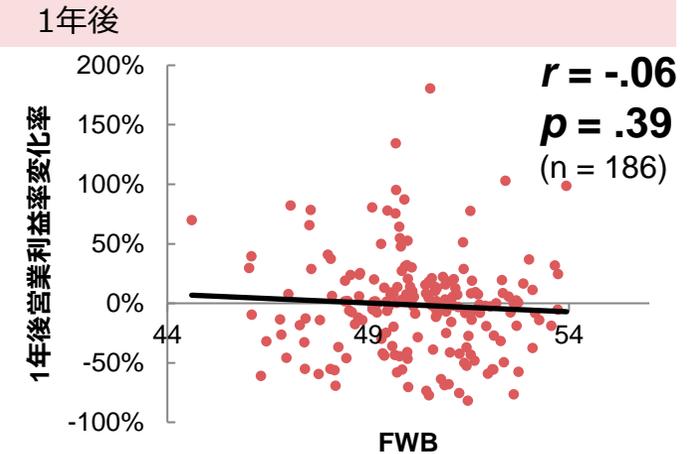
仮説② WBにより企業業績の成長を予測することができる

について、成長率を予測できるという点では仮説を支持するが、予想された方向性とは逆の結果であった

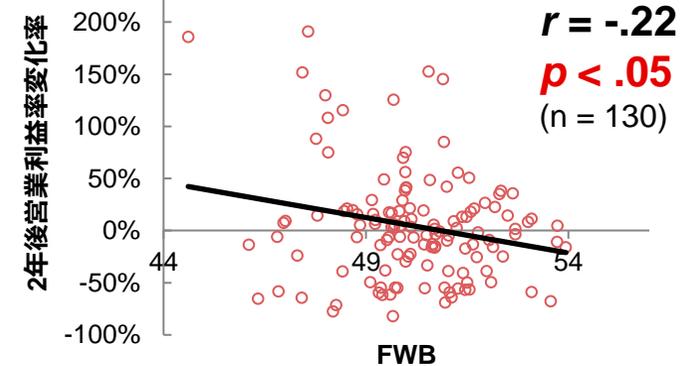
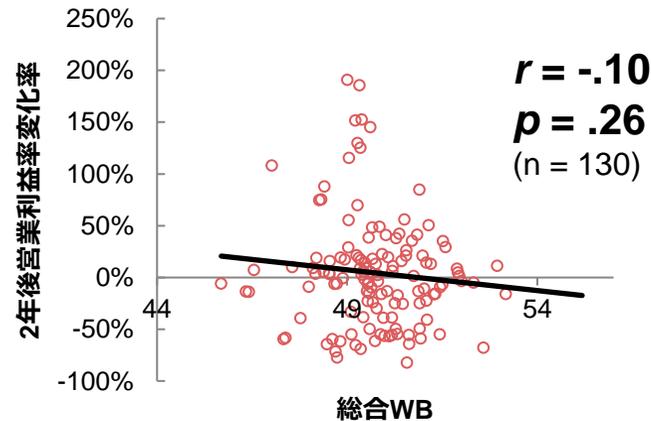
WBと営業利益率変化率



FWBと営業利益率変化率



2年後



- 従業員のWB・FWBは売上高・営業利益率と相関し、企業価値との関連性を示唆した（結果1-①）
- 「業績がよい企業の従業員WBは高い」とも解釈することはできる
 - ⇒ 1年後、2年後への成長率の予測可能性を検証すると、2年後の売上高成長率を予測できる可能性が示唆された（結果1-②）
 - ⇒ 従業員WBが、長期的な事業の拡大に貢献する可能性を示唆
- WBが売上高の拡大に貢献しやすい企業の特徴はあるだろうか？ ⇒ **研究②**へ
- 一方で、営業利益率の成長率については、予想された正の相関が見られず、FWBとは負の相関が見られた（結果1-③）
 - ⇒ FWBが高い企業ほど、2年度の営業利益率が悪化することを示唆
- 2年という時間軸で考えると、売上の拡大にはつながる一方、それに伴った利益率の一時的な悪化があるのだろうか？あるいは、営業利益率を押し下げる別の要因があるのだろうか？ ⇒ **研究③**へ

研究2：業種による違いの検討

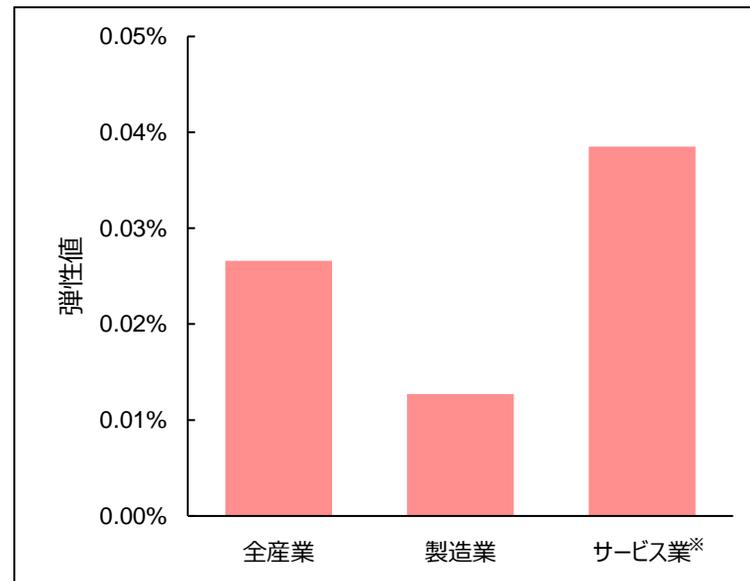
- 人的資本投資の一つである教育訓練が労働生産性を上げる効果は、製造業よりも非製造業のほうが大きいことが指摘されている（Konings and Vanormelingen, 2010; 森川, 2018）
- 人的資本の別の側面であるWBについても、業種により効果の違いがあるかもしれない

研究2の仮説

非製造業のほうが人的資本の効果が大きいのであれば

- ③WBと企業業績の関係は、非製造業のほうが顕著である
- ④WBによる売上高成長率の予測性は、非製造業においてより顕著に見られる

- 企業を製造業と非製造業に分類し、研究①と同様の分析を行う
- 相関係数 (r) を用いて検証する。また、 $p < .05$ を統計的に有意な結果であると解釈する



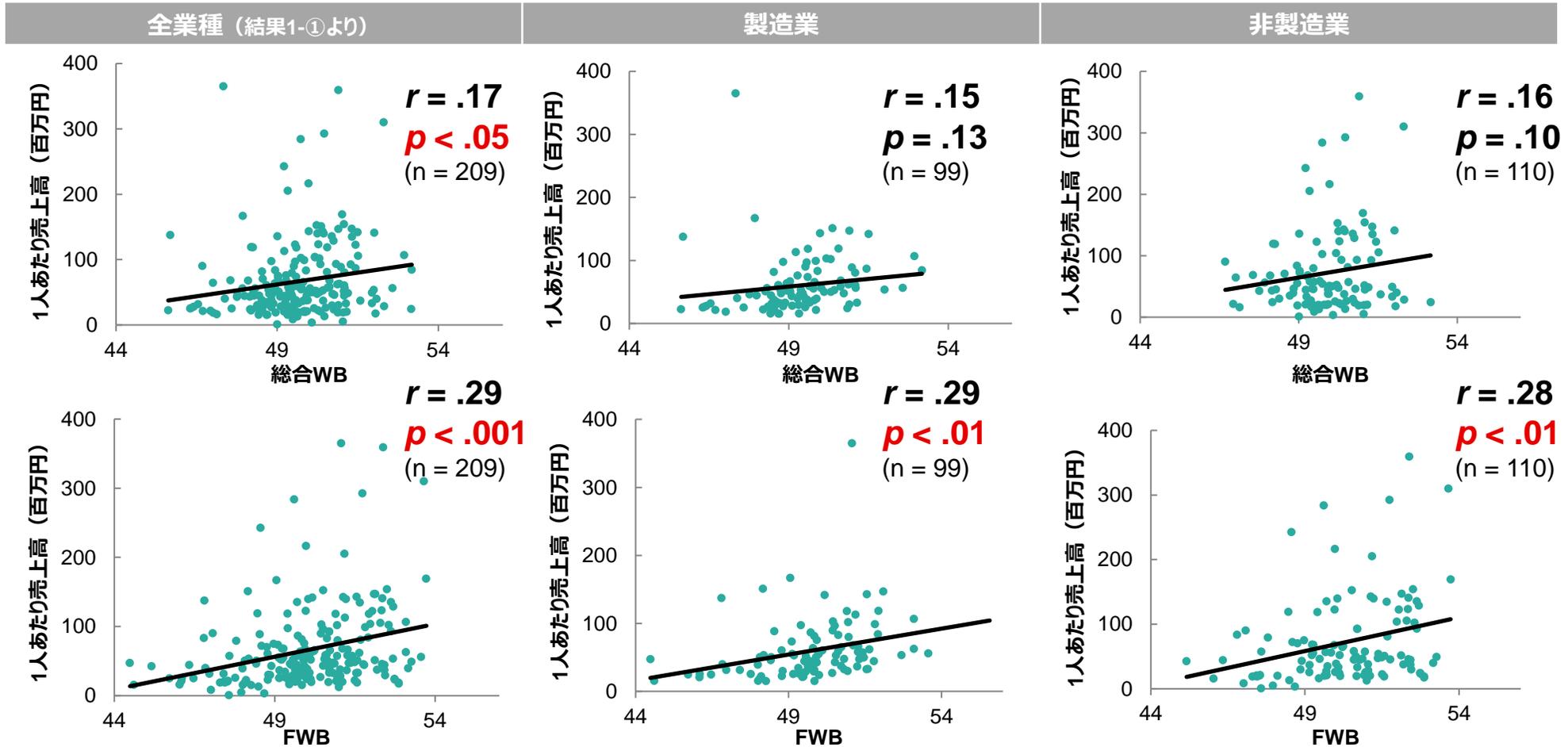
（森川, 2018）より筆者作成
教育訓練ストックが1%増加した際の労働生産性の変化率を表す。
すなわち、教育訓練ストックの増加による労働生産性の向上度合い

※サービス業には卸売業、小売業、情報通信業、サービス業が
集計されている

結果2-① 売上高とWB・FWB（業種別）

➤ WB・FWBと1人あたり売上高の正の相関は、製造業・非製造業で違いは見られなかった

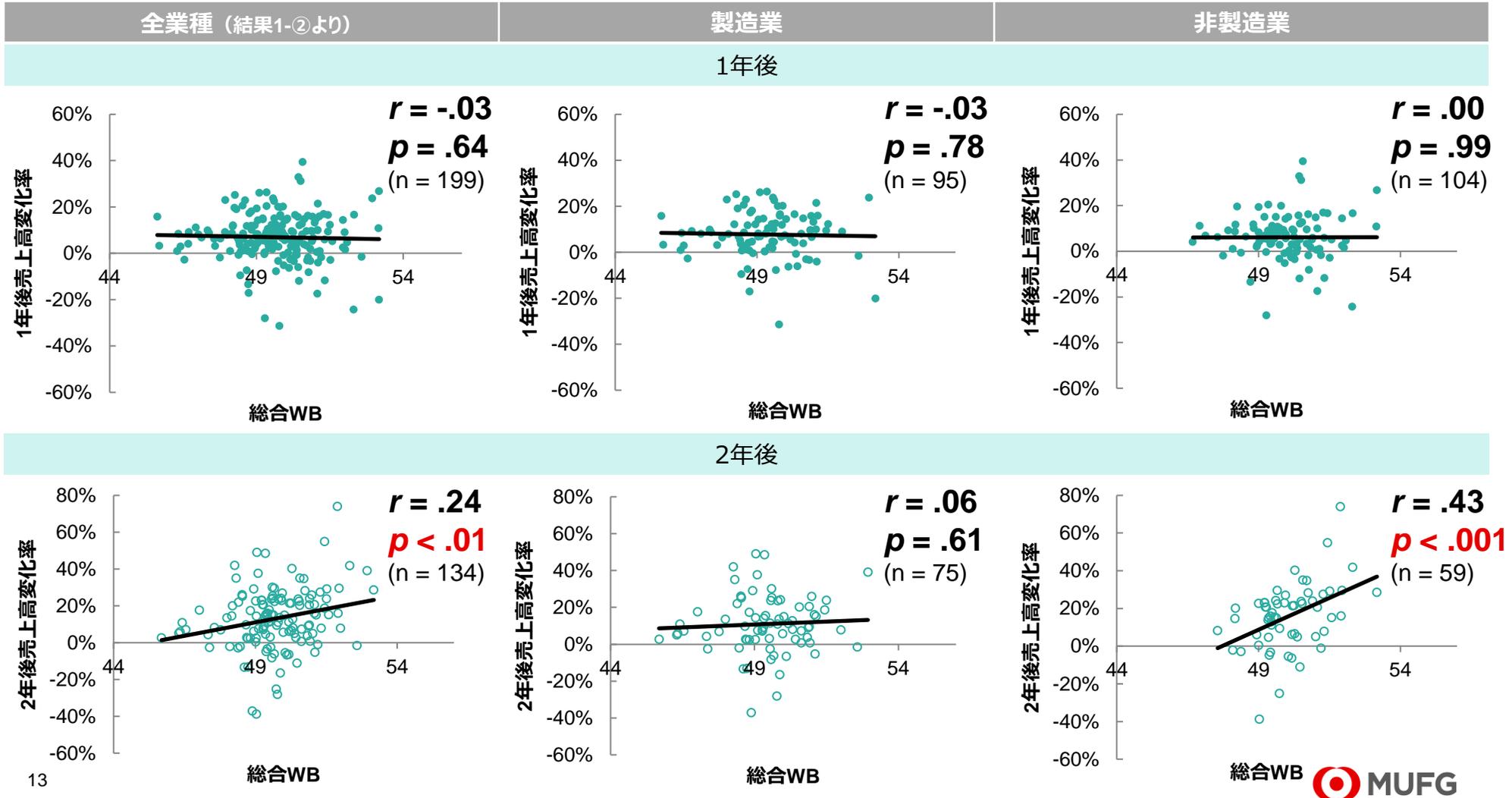
③WBと企業業績の関係は、非製造業のほうが顕著であることを支持する結果ではなかった



結果2-② 売上高の変化とWB（業種別）

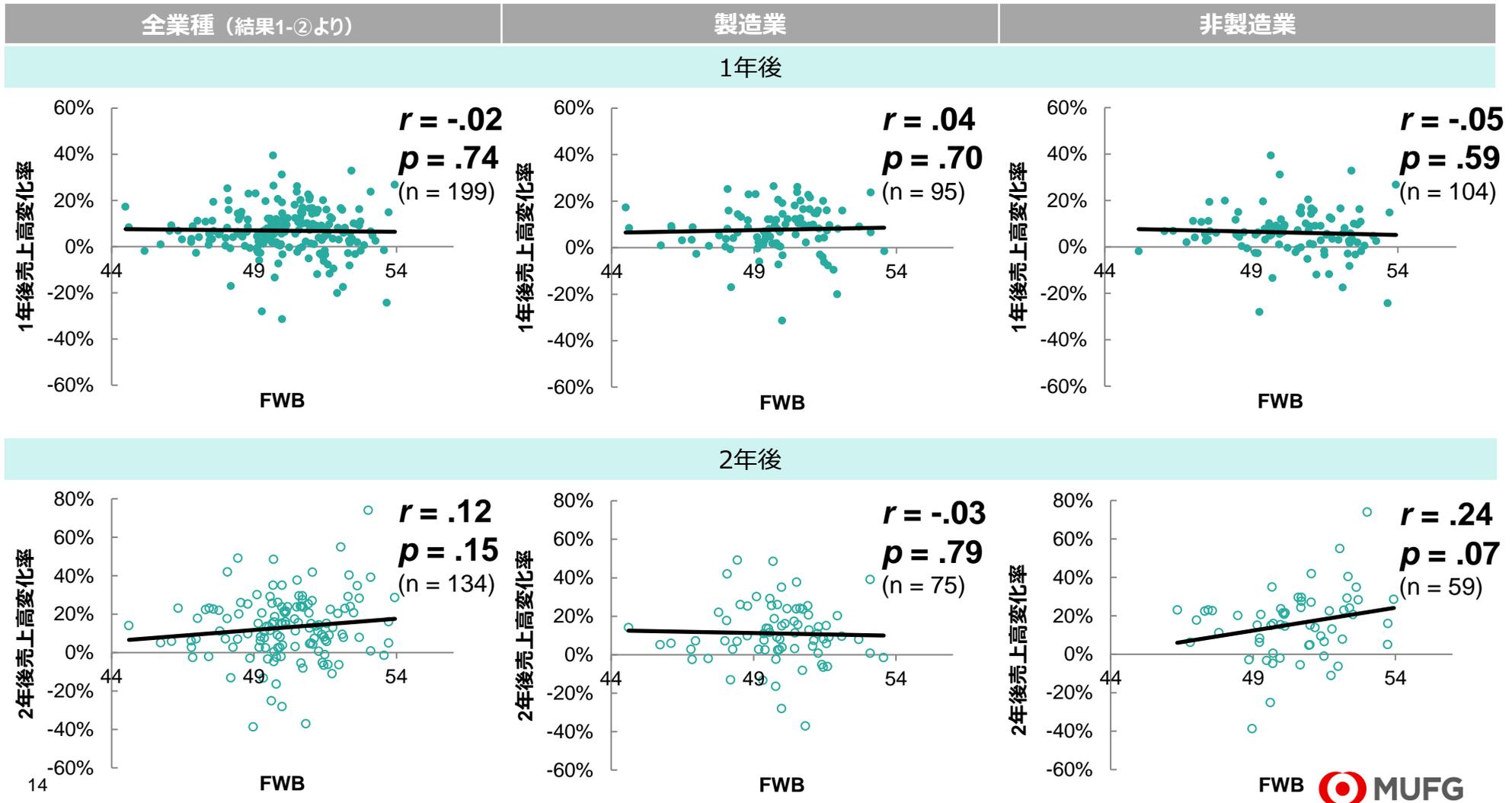
- WBと2年後売上高変化率の相関は、非製造業で顕著な一方、製造業では見られなかった

仮説④WBによる売上高成長率の予測性は、非製造業においてより顕著に見られるを支持する結果



結果2-③ 売上高の変化とFWB（業種別）

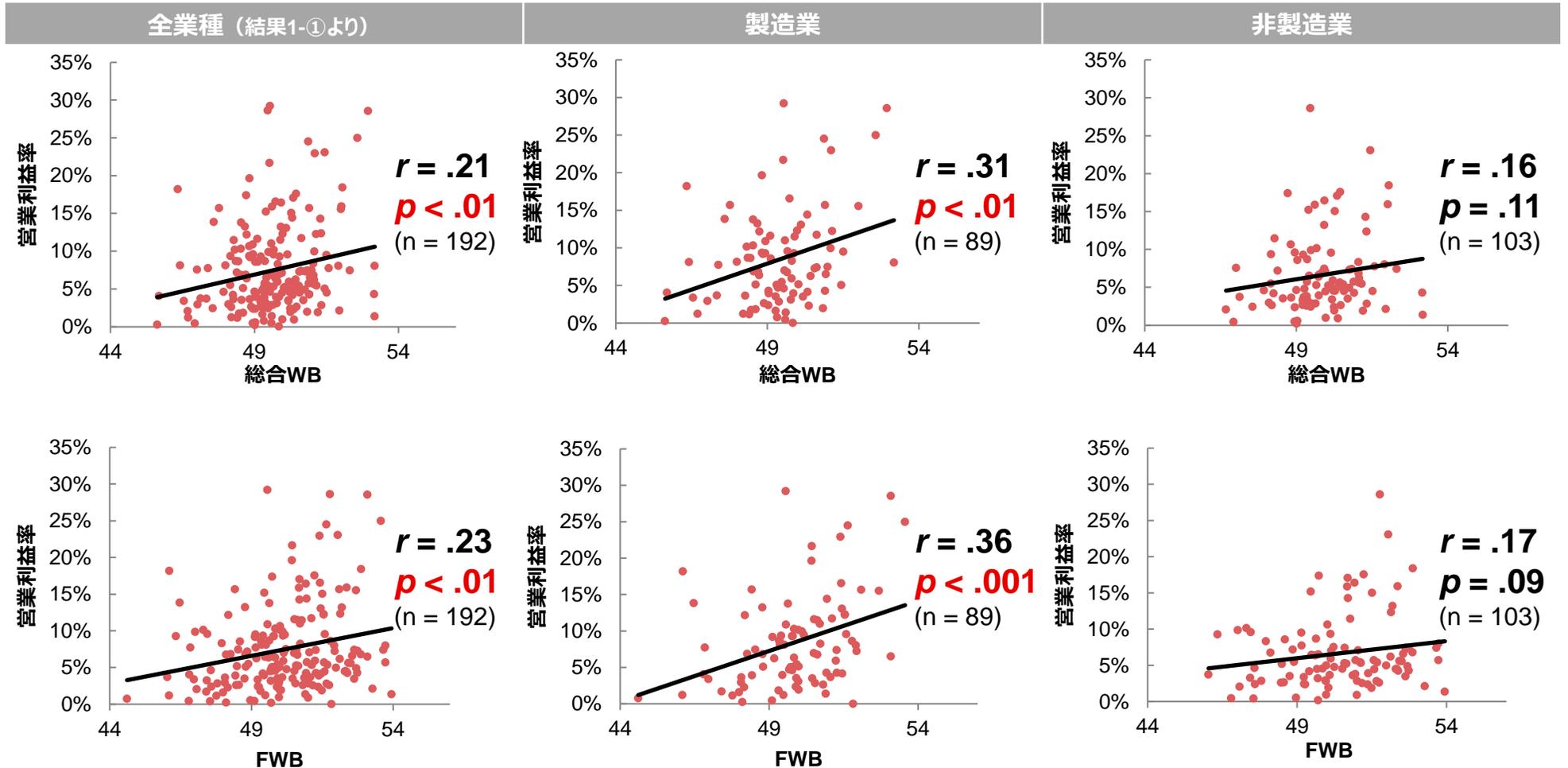
- FWBと2年後売上高変化率の相関は、業種分類後も有意な相関は見られなかったが、WBと同様の傾向が見られた



結果2-④ 営業利益率とWB・FWB（業種別）

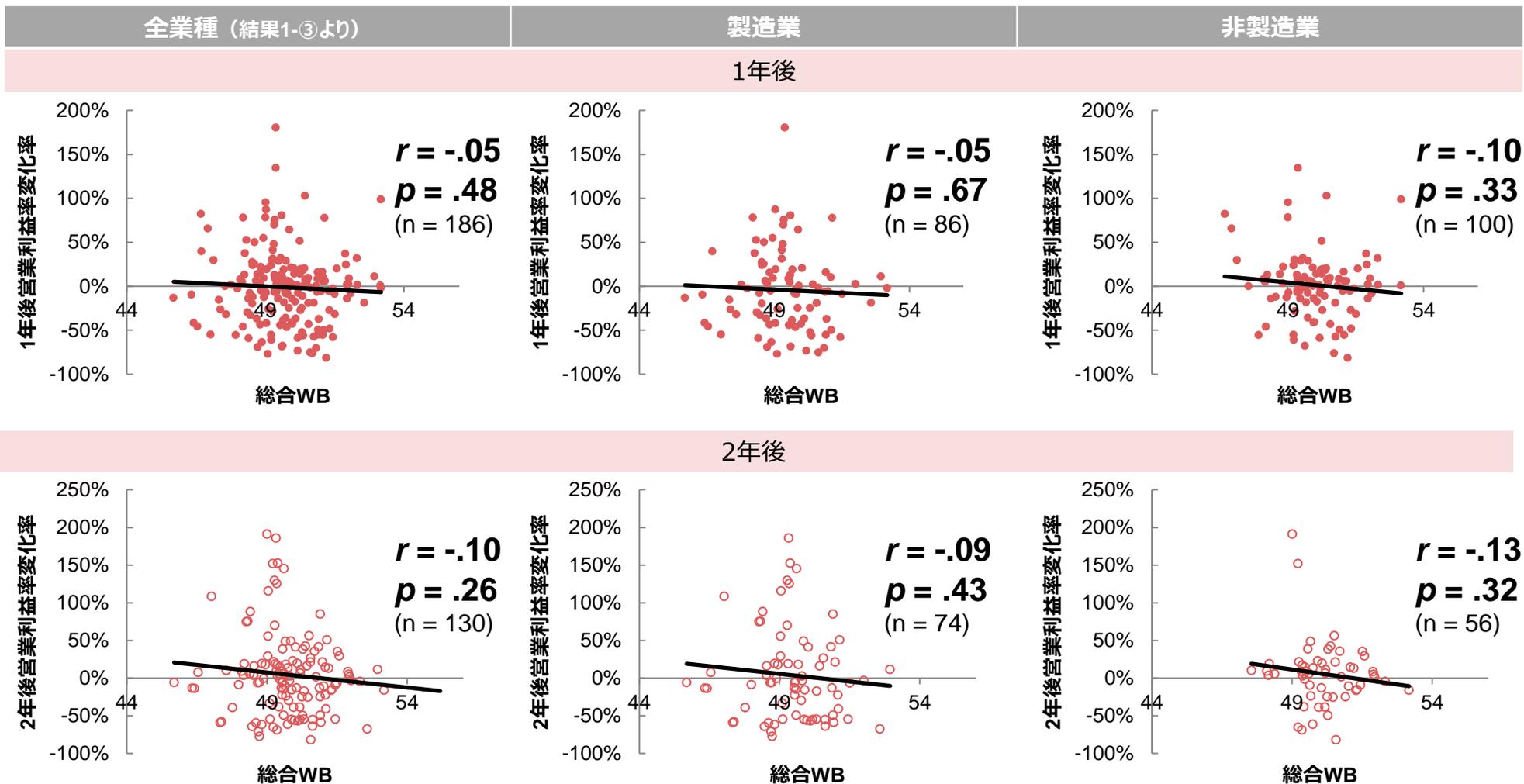
➤ WB・FWBと営業利益率の正の相関は、製造業でより顕著に見られた

③WBと企業業績の関係は、非製造業のほうが顕著であることを支持する結果ではなかった



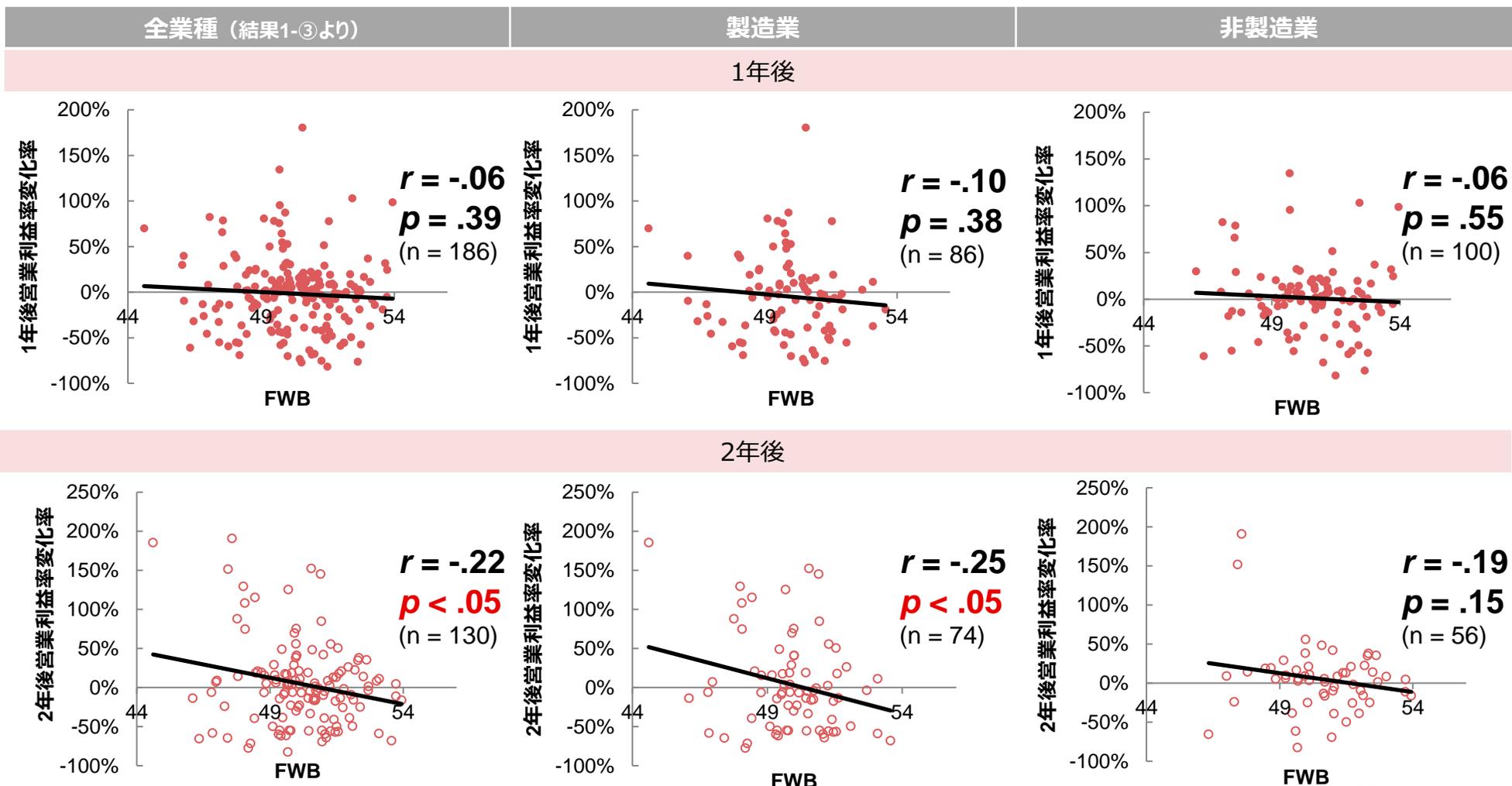
結果2-⑤ 営業利益率の変化とWB（業種別）

- WBと営業利益率変化率には、業種に限らず有意な傾向は見られなかった



結果2-⑥ 営業利益率の変化とFWB（業種別）

- FWBと2年後営業利益率変化率に見られる負の相関は、製造業でより顕著であった



- 従業員のWB・FWBは売上高の相関に業種の違いは見られず（結果2-①）、営業利益率との相関では製造業のほうが顕著であった（結果2-④）
 - ⇒ 仮説③を支持する結果ではなかった
- 本研究の非製造業には、製造に分類されない幅広い業種が含まれており、製造業以上に利益構造が多様であることが予想される。この点を踏まえると、今回の「非製造業」分類では、特に営業利益率との関係が見えにくくなってしまったのかもしれない
 - ⇒ 非製造業をより細かく分類すれば、それぞれの業種においてWB・FWBと業績の相関が見られるのではないだろうか
- 一方で、2年後売上高成長率とWB・FWBとの正の相関は、非製造業で顕著に見られるものであった（結果2-②、③）
 - ⇒ 仮説④を支持する結果であった
- 製造業においては、設備の制約が大きく、2年という時間軸では人的資本の効果が表れにくいかもしれない一方で、初年度の1人あたり売上高との相関を考慮すると、人的資本の効果が否定されるものではないだろう
 - ⇒ 設備投資も変数に加える、より長い時間軸で分析するなどにより、製造業でも同様の確認できる可能性がある
- 2年後営業利益成長率とFWBの負の相関は、製造業で顕著であった（結果2-⑤、⑥）。初年度の営業利益率との相関を考えると、矛盾するようにも思える
 - ⇒ 同一の業種で見たとときに、営業利益率を一時的に低下させる別の要因があるかもしれない

研究3：営業利益率下降要因の検討

- 企業の利益率が業界の平均を超過すると、その超過が大きいだけ、将来の利益率は大きく低下するというように、産業平均に回帰する傾向を持つことが指摘されている（大日方, 2012）
- 本研究のデータでも平均への回帰性（＝初年度営業利益率が高いほど、将来での変化率は下がる）が見られれば、それがFWBと2年後営業利益率の負の相関に影響している可能性がある

研究3の仮説

- ⑤ **初年度営業利益率と2年後営業利益率変化率に負の相関がある**
- ⑥ **2年後営業利益率変化率とFWBの負の相関は、初年度の営業利益率が介在したものである**

- 営業利益率と2年後営業利益率変化率の相関を分析する
- 上記相関が有意であれば、2年後営業利益率変化率とFWBの関係性に営業利益率が介在する可能性があると考えられ、その影響を排除したのちの関係性を分析する。手法として、2年後営業利益率変化率・営業利益率の残差※と、FWB・営業利益率の残差※を用いて偏相関係数を分析する
- 相関係数（ r ）および偏相関係数について、 $p < .05$ を統計的に有意な結果であると解釈する

※回帰分析で算出された回帰式と各データとの差。回帰式で説明できていない変動を表す。営業利益率で説明できなかった残差同士の相関により、偏相関係数を算出する。これにより、営業利益率の影響を除外して、2年後営業利益率変化率とFWBの関係を評価する

結果3-① 営業利益率と2年後営業利益率変化率

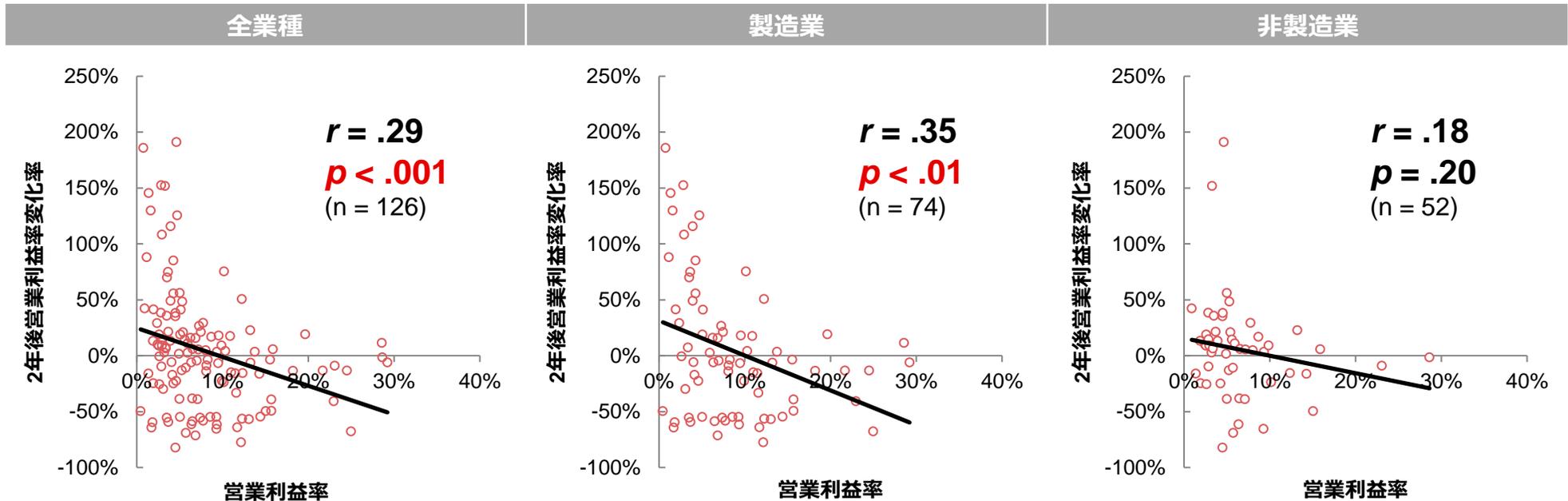
- 営業利益率と2年後売上高変化率に負の相関が見られた
- 特に製造業で顕著であった



仮説⑤初年度営業利益率と2年後営業利益率変化率に負の相関がある

を支持する結果。

製造業で顕著であることから、産業平均への回帰性が見られている可能性

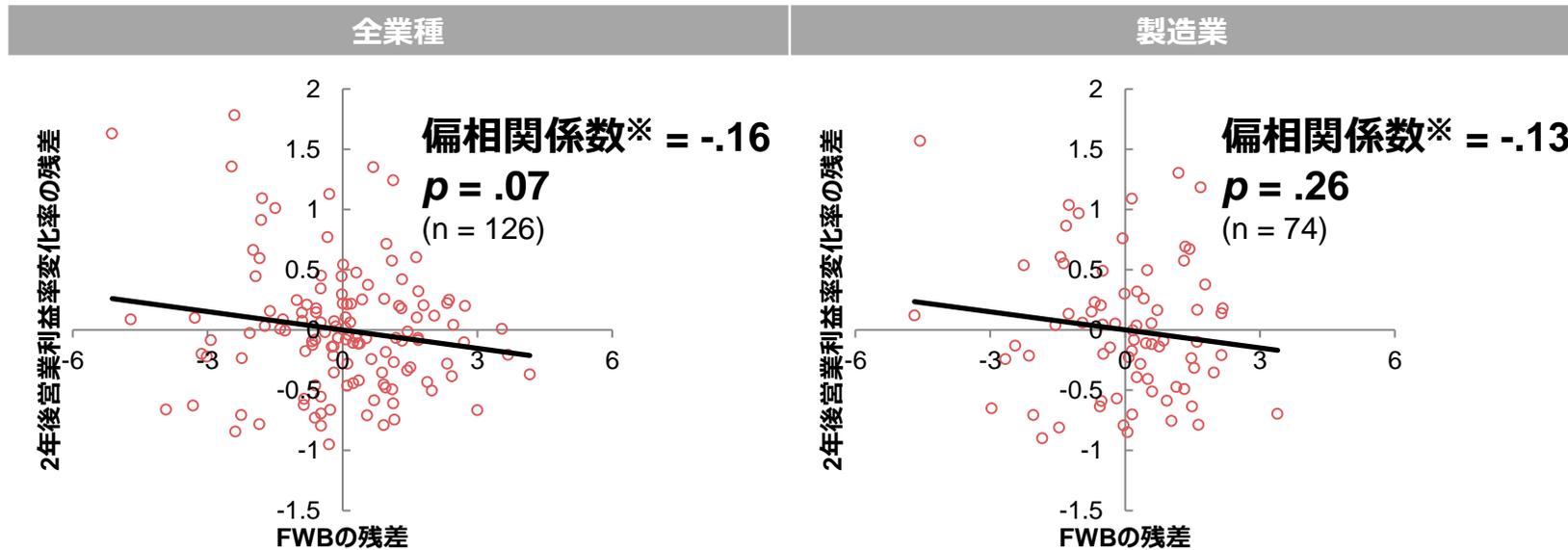


結果3-② 2年後営業利益率変化率とFWB（営業利益率の営業を除外して）

- 結果3-①で有意であった「全業種」「製造業」は、営業利益率とFWBの負の相関が有意であった分類と一致（結果2-④）
⇒ 偏相関係数を算出
- 全業種、製造業ともに2年後営業利益率変化率とFWBでは有意な相関は見られなかった



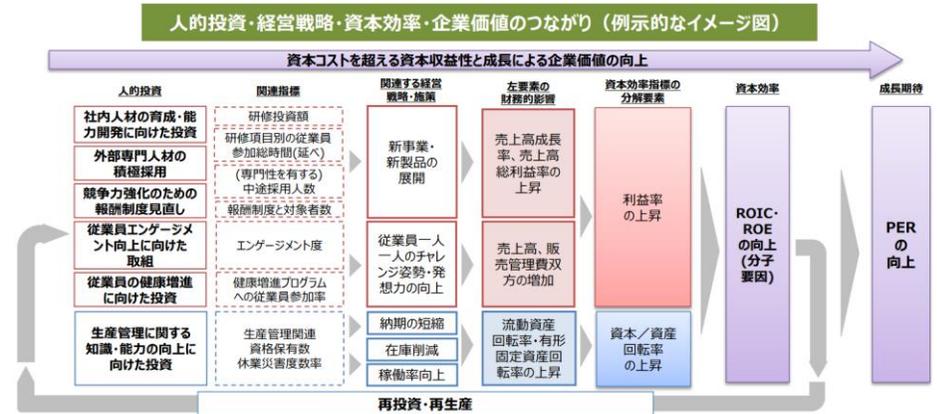
仮説⑥ 2年後営業利益率変化率とFWBの負の相関は、初年度の営業利益率が介在したものであるを支持する結果



※FWBと2年後営業利益率変化率の偏相関係数
営業利益率とのそれぞれの残差から算出し、営業利益率の影響を取り除いたもの

考察3

- 営業利益率が高いほど、将来の利益率が低下してしまう「平均への回帰性」の傾向が見られた（結果3-①）
- 研究1・2で見られた2年後営業利益率変化率とFWBの負の相関は、営業利益率の影響を除外すると有意ではなかった（結果3-②）
⇒ 営業利益率変化率とFWBの負の相関は、営業利益率の平均への回帰性が要因の一つであった可能性を示唆
- ただし、負の相関の傾向は依然として見られる点には留意が必要だろう。2年という時間軸では、売上高や販管費の増加のほうが顕著で、利益率上昇にはより長い時間が必要なのかもしれない



内閣官房「非財務情報可視化指針」より

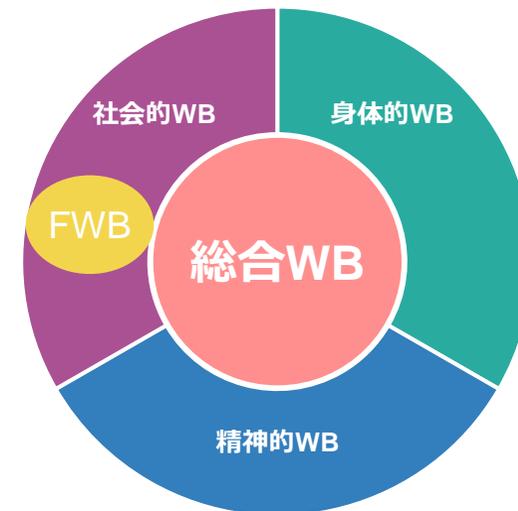
分析データ

データ取得方法

- **従業員WB・FWBデータ**：アドバンテッジ リスク マネジメント社が提供するストレスチェックサービス「アドバンテッジ タフネス」より、従業員WB・FWBを偏差値化したもの。データ取得期間は2021/12～2022/11
- **財務データ**：日本経済新聞社「日経NEEDS」より、決算データを使用。2021/04～2022/03までを初年度データとし、次年度・次々年度まで、最長で3か年分
- 両データで照合できた259社が対象企業。
売上高：1,411百万円～3,317,288百万円
従業員数：55名～15,819名
なお、従業員数は「アドバンテッジ タフネス」対象者として登録されている人数。そのため、企業により従業員数の対象範囲が異なる可能性がある
- 財務データの次年度、次々年度と年度が進むごとにデータ欠損が多くなるため、変化率が算出可能なサンプル数は少なくなる

総合WB・FWBの定義

- **総合WB**：「アドバンテッジ タフネス」の従業員データから「社会」「身体」「精神」の面でWBを評価し、3つのWBから総合的なWBとして偏差値化したもの
- **FWB**：総合WBのうち、社会的WBを構成する要素。経済的な不安がないことを偏差値化したもの



使用変数

- 総合WB：従業員の総合的なWBの偏差値
- FWB：従業員が経済的不安がないことの偏差値
- 1人あたり売上高：売上高 ÷ 従業員数^{※1}
- 営業利益率：営業利益 ÷ 売上高
- 1年後変化率：初年度から次年度への売上高、営業利益率の変化率
- 2年後変化率：初年度から次々年度への売上高、営業利益率の変化率
- 製造業/非製造業：「アドバンテッジ タフネス」登録業種による分類

※1分母の従業員数は「アドバンテッジ タフネス」の対象者数

データ前処理

Step 1

3カ年のデータで、営業利益が赤字がある企業について除外
(赤字は変化率の統計処理上、異常値となるため本研究では対象外した)

Step 2

財務データについては、各指標ごとに
平均値 ± 3標準偏差^{※2}
の外にあるデータを外れ値として除外
(この他、データ欠損等もあるため、使用する指標によりサンプル数が異なる)

※2正規分布において、約99.7%のデータが含まれる範囲

参考文献（引用順）

厚生労働省 雇用政策研究会 (2019)「雇用政策研究会報告書 人口減少・社会構造の変化の中で、ウェル・ビーイングの向上と生産性向上の好循環、多様な活躍に向けて」

人的資本理論の実証化研究会 (2024)「有価証券報告書における人的資本の投資対効果に関する開示レーティング ～ 日経225版 2024年3月期決算企業対象」

内閣官房 非財務情報可視化研究会 (2022)「人的資本可視化指針」

内閣府 (2024)「満足度・生活の質に関する調査報告書 2024 ～我が国のWell-beingの動向～」

Konings and Vanormelingen (2010) “The Impact of Training on Productivity and Wages: Firm Level Evidence”

森川 (2018)「企業の教育訓練投資と生産性」

大日方 (2012)「利益率の平均回帰傾向(3) -- 法人企業統計データの産業別分析(1) --」

本研究は、株式会社アドバンテッジ リスク マネジメント社のご協力のもと、共同研究として実施いたしました。

特に、データのご提供・データ分析において多大なるご支援を賜りました。

この場を借りて、心より厚く御礼申し上げます。

ご留意事項

- M U F G 資産形成研究所は、三菱 U F J 信託銀行が、現役世代から退職後の世代までを対象に資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を行う際の呼称です。
- 本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の取得・勧誘を目的としたものではありません。
- 本資料に掲載の情報は作成時点のものであります。また、本資料は三菱 U F J 信託銀行が各種の信託できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性について保証するものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、三菱 U F J 信託銀行は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は三菱 U F J 信託銀行の著作物であり、著作権法により保護されております。本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、三菱 U F J 信託銀行までご連絡ください。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱 U F J 信託銀行株式会社 資産形成推進部

E-mail: mufg-sisan_post@tr.mufg.jp

三菱UFJ信託銀行株式会社
資産形成推進部

〒100-8212
東京都千代田区丸の内1-4-5

www.mufg.jp/shisan-ken/

MUFG資産形成研究所は、三菱UFJ信託銀行が資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を対外的に行う際の呼称です。

