

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 佐々木 隆 文 CMA

ESG投資の定着、人材版伊藤レポートの公表（2020年、2022年）などを背景に、人的資本への注目が集まっている。言うまでもなく人的資本は企業にとって最重要の経営資源であり、企業の生産性に大きな影響を及ぼす。日本企業の大きな課題である生産性の低さには、事業ポートフォリオの見直しの遅さなどがバナンスの問題も影響していると思われるが、日本企業の雇用制度、働き方が大きく影響している可能性もある。そして雇用制度は、雇用への配慮から事業ポートフォリオの見直しにも影響する。かつては日本企業の競争力の源泉ともみなされてきた日本型の雇用制度、働き方は、時代にそぐわないものになってしまったのだろうか。現在生じつつある雇用制度や働き方の変化は、今後の日本企業の生産性にどのような影響を及ぼすのであろうか。このような問題意識に立ち、今月から3カ月連続で、人的資本に関

連する特集を取り上げる。長い歴史を持つ本誌においても、人的資本をこれだけ集中的に取り上げるのは初めての試みであろう。

ファイナンス系の学術誌で人的資本に関する論文が増えてきたのは、ここ10年ぐらいの出来事である。ESGへの取り組みが企業パフォーマンスに及ぼす影響については、様々な結果が混在しているカテゴリーが多い。そうした中、従業員向け施策に関する研究では、比較的パフォーマンス向上を示唆するエビデンスが多い（注1）。その一方、このような施策に関する研究は、人的資源管理論や労働経済学などの分野では、古くより多くのエビデンスが積み重ねられてきた。今後、ESG投資の中で人的資源に関する評価を洗練させていくためには、こうした分野の知見も取り入れながら、研究を深化させていくことが重要であろう。今月号では、ワーク・ライフ・バランス、非正規雇用、

（注1） 被引用数が多い研究の例を挙げると、米国企業を対象としたEdmans [2011] は、アンケートベースの従業員満足度が高い企業ほどリスク調整後の株式リターンが高くなる傾向を見いだしている。Green *et al.* [2019] は、ウェブ上の従業員レビューデータを用いて同様の傾向を確認している（ただし、評価項目による違いはある）。日本の企業を対象にこれらと同様の傾向を見いだした研究として、山田ほか [2017]、西家・長尾 [2021] がある。また、またグローバルデータを用いたFauver *et al.* [2018] は、従業員への施策が充実している企業では企業価値（トービンのQ）が高くなる傾向を示している。企業パフォーマンスを高める重要な経路であるイノベーションについて、Chen *et al.* [2016] は、従業員向け施策の充実が従業員満足度やチームワークを高め、イノベーション創出につながることを示している。その一方、少数派ではあるが、充実した従業員向け施策の充実はエージェンシー問題の現れであるという研究もある（Ben-Nasr and Ghouma [2018]）。

テレワーク、ジョブ型雇用といった日本企業の雇用に生じつつある四つの大きな変化について、多様な執筆陣が議論を展開する。

日本企業が直面する最も重要な働き方の課題の一つは、ワーク・ライフ・バランス（WLB）の推進であろう。日本人の労働時間の長さは世界でトップクラスであるにもかかわらず、1990年代以降賃金は伸び悩み、現在の平均賃金は欧米に比べかなり低くなっている。また、長時間労働は、やはり日本企業の大きな課題であるジェンダーギャップ解消の妨げにもなってきた。齋藤論文「ワーク・ライフ・バランスと生産性・企業業績—先進国の実証分析から分かっていること—」では、筆者自身の研究を含む内外の研究のサーベイから、WLBの推進が生産性に及ぼす影響を展望する。WLBの推進には直接的なコストに加え、労働時間の短縮による逸失利益という間接的なコストがかかる。その一方、WLBの推進は、①優秀な人材の採用、②離職率の低下による採用コストの抑制と企業特殊的人的資本の蓄積、③育児時間の確保による集中力の向上や心身の健康状態の改善によるモチベーションの向上、④時間の制約から生じる業務の効率化から、生産性を高める可能性がある。また、WLBによる満足度が、従業員により要求される賃金を低下させる可能性もある。

上記のようなWLBのコスト、ベネフィットは、トータルでどのような影響を企業に及ぼしているのでしょうか。WLBと生産性との関係に関しては、生産性が高く余裕がある企業がWLB施策を充実させる可能性もあるし、経営者や企業の特性が両者に影響する可能性もあり、因果関係を解明することは容易ではない。しかし、因果関係にある程度配慮した研究においても、WLBを推進する各施策にはコストを上回るベネフィットがある

ことが示唆されている。このような人的資源管理、労働経済学における実証研究の傾向は、従業員満足度が企業価値向上につながることを示しているファイナンス分野での実証研究ともある程度整合的であり、ESG投資の観点からも興味深い結果である。

日本型雇用制度に関する大きな懸念の一つは、人件費が固定化し、余剰人員が生じる可能性があることである。そうした中、わが国では21世紀に入って非正規雇用の採用が推進されてきた。このような非正規雇用は、格差を拡大させたものとして社会的に厳しい批判にさらされている。非正規雇用は、企業経営の観点からみて期待されたような効果を持っていたのであろうか。頭士論文「非正規雇用と企業の実証研究」では、日本企業を対象に、非正規雇用が生産性に及ぼした影響について検証する。

非正規雇用の利用は、経営環境の変化に対して雇用調整を柔軟に行えることから、生産性を高める可能性がある。逆に、従業員による人的資本投資へのインセンティブ低下や非正規雇用の管理コストが、生産性を低下させる可能性もある。頭士論文では、内外の実証研究の結果を紹介するが、非正規雇用が生産性に及ぼす影響について一致した傾向がみられていない。このような研究で問題となるのは、因果関係の特定が容易ではないということである。生産性が高く余裕がある企業が非正規雇用を減らす可能性もあれば、生産性が低い企業がコスト削減のために非正規雇用を増やす可能性もあろう。そこで頭士論文では、因果関係の特定のために近年よく使われている手法を用い、非正規雇用が生産性に及ぼす影響を検証する。分析の結果、非正規雇用の増加は生産性を高めることが示される。また、そのような傾向は、雇用調

整の必要性が高い企業において強まることを見いだす。日本において格差拡大の要因と批判される非正規雇用であるが、企業経営の点からは一定のメリットが示されたことは興味深い。従業員の効用も考えると、安定した雇用の中でリスクリングや配置転換により経営環境の変化に対応していくことが望ましいと思われるが、そこには限界があるということであろうか。興味は尽きない。

コロナ禍で生じた最も大きな働き方の変化は、在宅勤務型テレワークの増加であろう。テレワークは、企業の生産性にどのような影響を及ぼし得るのであるか。古川論文「テレワークとオフィスの生産性—ワーカーのアイデア創出の観点から—」では、コロナ禍以前よりテレワークについて研究を続けてきた筆者自身の研究をベースに、生産性向上につながる重要な経路であるアイデア創出にテレワークが及ぼす影響が検討される。

同論文では、まず過去20年における日本企業のテレワークの導入状況について概観する。テレワーク推進政策にもかかわらず低迷していたテレワーク導入率がコロナ禍で急速に上昇、その後若干下がったもののコロナ禍前に比べるとテレワーカーの数は2倍以上の水準で推移していることが説明される。このことはテレワークが感染対策という効果のみでなく、企業側に一定のメリットがあったことを示唆していよう。

テレワークには通勤時間がなくなることによる時間的な余裕の増加などのメリットとともに、コミュニケーション不足やオンオフの切り替えの難しさ等のデメリットがあるわけだが、テレワークの普及は生産性にどのような影響を与えるのであろうか。分析では、まずテレワークの導入自体はアイデア創出に影響しないことが示される。次の

で、同論文では、以前から行われていたアイデア創出を促す諸施策は、テレワークの導入の有無にかかわらずアイデア創出を高めることを示す。また、テレワーク導入企業では、人的ネットワークの構築がアイデア創出に必要であることも示される。施策の優先順位こそ異なれ、アイデア創出力は働く場所ではなく、学習やモチベーション、コミュニケーションに関わる施策によって決まってくるという指摘は興味深い。

久米論文「日本企業におけるジョブ型雇用の導入 論点整理と留意点—メンバーシップ型雇用の強みと弱みを踏まえて—」では、筆者自身の研究を含めた先行研究から、メンバーシップ型、ジョブ型それぞれの合理性について論じた後に、ジョブ型への移行が生産性に及ぼし得る影響について考察する。

同論文では、まずジョブ型とメンバーシップ型の定義、特徴について確認する。人に仕事をあてがう人に応じて処遇するメンバーシップ型に対し、ジョブ型では仕事に人をつけて仕事に応じた処遇を行うという違いがある。次いで、同論文では限定正社員などジョブ型と関連が強い施策と生産性に関する先行研究を紹介し、これらの導入が生産性の向上につながることを示唆する研究が多いことを紹介する。

ではジョブ型を導入すればよいのか。話はそう単純ではない。日本型のメンバーシップ型雇用にも一定の合理性があり、拙速なジョブ型への移行はメンバーシップ型の下で生み出される強みをなくしてしまう可能性があるからである。同論文では筆者自身の研究をベースに、メンバーシップ型の日本とジョブ型の米国とのマネジメントの違いについて整理し、それぞれのマネジメントと雇用制度の組み合わせには独自の合理性があると指摘

する。

最後に同論文では、従業員行動への影響という観点から、筆者自身の研究を紹介する形で生産性への影響が検討される。まずワークエンゲージメント（仕事に関連するポジティブで充実した心理状態）という経路についてみると、メンバーシップ型は仕事に求められるスキルが上がったり他者との交流があったりすることでエンゲージメントを高め得る一方で、仕事の偏在がエンゲージメントを低下させる可能性がある。次いで組織市民行動（組織のために自分の役割以外の仕事もすること）は、メンバーシップ型の下で活性化される可能性が高く、ジョブ型への移行はこうした自発的な協力的行動を弱めてしまう可能性がある。その一方、離脱オプション（突然会社を辞めても希望の仕事につけること）という観点からは、メンバーシップ型は不本意ながらも勤務先にとどまるケースが生じることから従業員のモチベーションを低下させ得る。このように考えると、メンバーシップ型からジョブ型への移行は、従業員行動を通じ生産性を高める経路もあれば低める経路もある。同論文では、ジョブ型への移行が期待された成果をもたらすための有益な視点が提示されている。

以上のように、今回掲載した4本の論文は、WLBの推進、非正規雇用の増加という今世紀に入ってから生じた変化、テレワークの浸透という現在生じつつある変化、ジョブ型への移行というこれから生じ得る変化について、生産性への影響

を展望した。いずれの論文も内外のエビデンスに基づいて議論が展開されており、それぞれの変化がもたらす平均的な影響や期待された効果をもたらすための条件について客観的な示唆が提示されている。今回の特集が、日本企業の雇用制度や働き方の見直し、ESG投資における人的資本の評価に貢献することを期待したい。

## 【参考文献】

- 西家宏典・長尾智晴 [2021] 「従業員口コミを用いた働きがいと働きやすさの企業業績との関係」、『JAFEEジャーナル』19、79-96ページ。
- 山田徹・白井健人・後藤晋吾 [2017] 「働きやすい会社のパフォーマンス」、『証券アナリストジャーナル』55 (11)、75-86ページ。
- Ben-Nasr, H. and H. Ghouma [2018] “Employee welfare and stock price crash risk,” *Journal of Corporate Finance* 48, pp.700-725.
- Chen, C., Y. Chen, P. H. Hsu and E. J. Podolski [2016] “Be nice to your innovators: Employee treatment and corporate innovation performance,” *Journal of Corporate Finance* 39, pp.78-98.
- Edmans, A. [2011] “Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices,” *Journal of Financial Economics* 101 (3), pp.621-640.
- Fauver, L., M. B. McDonald and A. G. Taboada [2018] “Does it pay to treat employees well? International evidence on the value of employee-friendly culture,” *Journal of Corporate Finance* 50, pp.84-108.
- Green, T. C., R. Huang, Q. Wen and D. Zhou [2019] “Crowdsourced employer reviews and stock returns,” *Journal of Financial Economics* 134 (1), pp.236-251.