

従業員エンゲージメントの ESG 投資プロセスにおける影響

情報開示の視点と複線径路・等至性アプローチ (Trajectory Equifinality Approach: TEA) による分析

随時公開：2024年10月10日

[掲載決定：2024年8月5日]

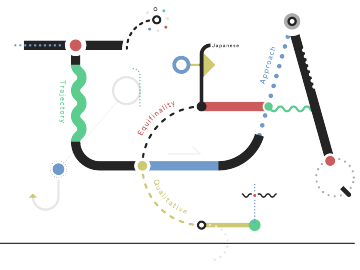
樋口 知比呂 (立命館大学大学院)

概要

本稿の目的は、機関投資家・アナリストが ESG 投資を行うプロセスを、特に従業員エンゲージメントの評価の観点を中心に、TEA の TEM を分析手法として用いて明らかにすることである。実際に投資家らは、情報開示を受けることで、従業員エンゲージメントを ESG 投資の一要素として評価しているが、本稿ではさらに一歩踏み込んで、どのように従業員エンゲージメントの情報開示を重視しているかを質的分析により明らかにする。5人4社の研究協力者を歴史的構造化ご招待して半構造化面接を実施し、4つ TEM 図と統合 TEM 図を描いた。4つの分岐点、5つの必須通過点を経て ESG 投資をする等至点に至る中で、4つの時期区分を導出した。従業員エンゲージメントに的を絞ると、人的資本の有価証券報告書への情報開示義務化が始まり注目度が高まることを背景に、従業員エンゲージメントは沢山ある指標の一つと投資家らから位置付けられていることが分かった。また、ESG 情報を定量面・定性面トータルでみて評価することを、必須通過点とみなせることが分かった。従業員エンゲージメント情報は、数値化されて公表されるものもあるが、現段階では他の投資指標のように客観化・一般化されたものにはなっておらず、現代的な意味での重要性は認識されつつあるが、総合評価の一要素として投資判断時に参照されているのに過ぎない。本稿の理論的貢献は、TEA を産業・組織心理学や経営学の領域に適用したこと、会社横断的に ESG 投資プロセスを図示化したことである。

キーワード：ESG 投資、従業員エンゲージメント、情報開示、TEA、TEM

連絡先：樋口 知比呂 (E-mail: gr0525vs@ed.ritsumei.ac.jp)



An Effect of Employee Engagement in the Process of ESG Investment:

Analysis Based on Information Disclosure Perspective and
Trajectory Equifinality Approach (TEA)

Online Published: October 10, 2024

[Accepted: August 5, 2024]

HIGUCHI Tomohiro (*Ritsumeikan University*)

Abstract

This study aimed to elucidate the process by which institutional investors and analysts make ESG investments, with a specific focus on evaluating employee engagement, using the Trajectory Equifinality Model (TEM) from the Trajectory Equifinality Approach (TEA) as an analytical method. The qualitative analysis, consisting of historical structured invitations and semi-structured interviews, resulted in four TEM diagrams and one integrated TEM diagram. This study identified four time divisions in the process of achieving an Equifinality Point of ESG investment, characterized by four Bifurcation Points and five Obligatory Passage Points. It was found that investors consider employee engagement to be one of the many indicators amidst the growing emphasis on mandatory human capital disclosure. While contributions to quantification, temporal trends, and narrative structures demonstrating improvements in corporate value were positively assessed as Social Guidance, biases and delayed manifestations of results were noted as negative factors affecting Social Direction. ESG information was evaluated comprehensively, considering both quantitative and qualitative aspects as Obligatory Passage Points. Although employee engagement was scored qualitatively, it was primarily assessed qualitatively.

Keywords: ESG investment, employee engagement, information disclosure, TEA, TEM

Correspondence concerning this article should be sent to:
HIGUCHI Tomohiro (E-mail: gr0525vs@ed.ritsumei.ac.jp).

1. はじめに

従業員エンゲージメント向上を重要な経営戦略として位置づけている企業が近年増えている。エンゲージメント (Engagement) は、「婚約、誓約、約束、契約」を意味する英語である。従業員エンゲージメント (Employee Engagement) は、実務界で多用されており、従業員が示す職務満足、組織コミットメント、役割外行動などを包含する多義的な態度・行動概念である (Macey & Schneider, 2008)。学術の世界では、ワーク・エンゲイジメント (Work Engagement) という別概念があり、仕事に対するポジティブで充実した心理状態 (Schaufeli et al., 2002) を表す。ワーク・エンゲイジメントは、従業員とその仕事との関係を指す一方で、従業員エンゲージメントには組織との関係も含まれる場合がある (Schaufeli, 2013)。つまりワーク・エンゲイジメントは従業員エンゲージメントの一部に内包されると考えられる。本稿では従業員エンゲージメントを、「組織に対して貢献しようとする意欲で、基本的な欲求、個人の貢献、チームワーク、成長で構成されるもの。活力、熱意、没頭から成るワーク・エンゲイジメントを包含する」と広義に捉え定義する。

従業員エンゲージメントは、1990年代にギャラップ社^{*1}によって、様々な類似概念の集合体として、最初に使用された (Schaufeli & Bakker, 2010)。1993年のギャラップ社では、アイオワ大学の Schmidt が上級研究員として関与し、Q12 従業員エンゲージメント調査^{*2}の開発をリードした。従業員エンゲージメントの中核として、「個人の関与や満足度、および仕事への熱意 (Harter et al., 2002, p. 269)」を挙げている。従業員エンゲージメントの定義については、実務家からの要望も多いが、科学的な構成要素として明確に定義されているわけではない。

ビジネスを第一に考えると仕方ないことではあるが、従業員エンゲージメントという概念の包括性や曖昧さについて、多くの疑問や批判が提起されていることは注目に値する。Macey & Schneider (2008) は、学術研究者と実務家の双方にとって、概念定義の曖昧さの危険性を指摘している。従業員エンゲージメントは、ワーク・エンゲイジメント、組織コミットメント、情熱、熱意、努

力、エネルギーなどを含む多義的な概念であり、態度と行動の両方の要素を含むことが広く認識されている。従業員エンゲージメントは、「明確な特徴と「感じ」を持つ古いワインの新しいブレンドである」(p. 10)、と Macey & Schneider (2008) はかなり批判的に述べている。

従業員エンゲージメント向上を経営上の取組とする背景は、投資家がそれに注目しているからという説がある。海外に目を向けると、SDGs (Sustainable Development Goals, 持続可能な開発目標)^{*3}と ESG 投資 (Environment, Social, Governance, 環境・社会・ガバナンス)^{*4}の世界的な潮流がある。SDGs は国連サミットにて採択された持続可能な開発目標であり、貧困の撲滅や気候変動への対策など、2030年までに達成すべき17の目標とそれらを達成するための具体的な169のターゲットで構成されている。ESG投資は、投資先選定プロセスに財務諸表・決算情報などの財務情報だけでなく、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) への取り組みといった非財務情報も考慮する投資手法のことを指す。ESG投資の歴史は、1920年代の倫理観を優先する社会的責任投資 (Social Responsible Investment: SRI)^{*5}に始まり、2006年に国際連合が経済・社会・環境の持続可能性に対する危機意識の高まりを受けて、責任投資原則 (Principles for Responsible Investment: PRI) を提案したことを契機に投資家から注目が集まり、2015年のパリ協定で2020年以降の地球温暖化対策の国際的な枠組みを採択したことにより社会課題への対応と長期収益双方が ESG投資で一致するようになり社会で重要視されるようになった。SDGsの目標は企業が賛同し、地域社会の経済状況や社会問題などを改善しながら、競争力を高めることで、自らのビジネス機会を拡大できるという企業側のインセンティブを内包している。すなわち、SDGs達成のために取り組むべき課題は、企業にとってはビジネス機会となり、投資家にとっては投資機会となり、こうした資金需給のミスマッチを解消する手段が ESG投資と言い換えることもできる (日本銀行, 2019)。つまり SDGs と ESG は表

^{*3} SDGs は、2015年9月の国連サミットで加盟国の全会一致で採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された、2030年までに持続可能でよりよい世界を目指す国際目標のこと。

^{*4} ESG は、Environment (環境)、Social (社会)、Governance (ガバナンス) の単語の頭文字をつなげたもの。環境や社会に配慮して事業を行っていて、適切なガバナンス (企業統治) がなされている会社への投資のことを ESG投資という。

^{*5} SRI は、成長性や割安性など財務分析による投資観点に加え、環境、人権、倫理等の問題に関して企業が社会的責任に配慮した経営を行っているかどうかを判断基準に投資先を選択する投資行動のこと。

^{*1} ギャラップ社とは、米国に本社がある世界的な調査会社のこと。

^{*2} Q12: ギャラップ社が開発した従業員エンゲージメントの調査票。12の質問項目で構成される。

裏一体といえる。

ESG 投資との関連で述べると、従業員エンゲージメントは、ESG 中の「S (社会)」の「人的資本」の一項目に分類される。人的資本の開示については、海外、まず欧州で、国際標準化機構 (International Organization for Standardization: ISO) が、人的資本の情報開示のためのガイドラインとして ISO30414 を発表した。この規格において、従業員エンゲージメントは組織風土の項目として、満足度、コミットメントと並列して記載されることが求められており、そのことで従業員エンゲージメント情報の開示の流れができた。米国では、米国サステナビリティ会計基準審議会 (Sustainability Accounting Standards Board: SASB)⁶が、2018 年に情報開示に関するスタンダードを作成、公表し、人的資本の重要度の高い開示項目の一つとして従業員エンゲージメントを取り上げた。また、米国証券取引委員会 (U. S. Securities and Exchange Commission: SEC) は、2020 年に Regulation S-K⁷を改正し、人的資本に関する情報開示を義務化した。従業員エンゲージメントに関する事項についても、定量的記述が可能なものが幾つか例として挙げられた。他に例示された指標は、地域別従業員分布、フルタイムとパートタイム社員の人数、労働協約を結んでいる従業員比率、男女比率、離職率、労働事故率などである。欧米を発端として、人的資本の開示の機運が高まっている。

一方で、国内に目を転じると、コーポレートガバナンス・コード⁸の改訂 (東京証券取引所、2018) と投資家と企業との対話ガイドライン (金融庁、2018) の策定が 2018 年に行われて、人的資本への投資について投資家に説明することが明記された。具体的には、コーポレートガバナンス・コードでは、原則 5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表において、「事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである (p. 23)」と記載されている。また、投資家と企業との対話ガイドラインでは、「保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向

上に向けた設備投資・研究開発投資・人件費も含めた人的資本への投資等が、戦略的・計画的に行われているか (p. 2)」と記載がなされた。更に、2021 年のコーポレートガバナンス・コードの改訂 (東京証券取引所、2021) では、「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである (p. 12)」と記載された。また、人材版伊藤レポート (経済産業省、2020) で、人材戦略に求められる 3 つの視点と 5 つの共通要素が報告され、要素の一つとして従業員エンゲージメントが重要とされた。実際にどれだけ重要度が増したかは、アナリストとのエンゲージメント対話 (投資の世界においては、主として投資先企業に対して、企業価値が向上するような提案や提言を積極的に行うこと) に人事担当役員が参加したという話は近年枚挙に暇がない、ということからもうかがい知れる。数年前であればそのような対話機会は決してなかった。なぜならば、これまでは人事テーマは投資判断にさほど重要でないと投資家らから思われていたためである。それ故に昨今急速に投資家らからの人的資本への注目度が高まってきていると言えよう。

投資家は、ESG 投資の意思決定プロセスにおいて従業員エンゲージメントをどのように評価するか。これが本稿のリサーチ・クエスチョンである。ESG 投資の着眼点は多岐にわたる。従業員エンゲージメントは社会 (Social: S) の着眼点の一つである。またアナリストの所属先金融機関により投資スタンスも様々ある。本稿では、プロセスを解明する研究として、インタビューをベースとした質的研究を試みる。投資家の関心を惹き続けるには、従業員エンゲージメントを投資家が評価するプロセスを学術的に解明することが一助となり、その社会的意義が大きいと考える。プロセス解明によって企業と投資家の評価ギャップが埋まり、従業員エンゲージメントの向上と投資家からの評価の経済的好循環が回り出すことを期待する。また、心理学的概念要素が含まれる従業員エンゲージメントの ESG 投資プロセスという経営学的テーマにおける影響に着目し、個別の個性の記述に長けた複線径路等至性アプローチ (Trajectory Equifinality Approach: TEA) を用いて分析及び考察を試みる。

本稿の目的は、機関投資家・アナリストが ESG 投資を行うプロセスを、特に従業員エンゲージメントの評価の観点を中心に、TEA の複線径路等至性モデリング

⁶ SASB は 2022 年に ESG 情報の国際的な開示基準を作成する IFRS 財団に統合された。

⁷ Regulation S-K とは、財務諸表以外の開示に関する SEC の要求事項である。

⁸ コーポレートガバナンスとは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

(Trajectory Equifinality Modeling: TEM) を分析手法として用いて明らかにすることである。

2. 先行研究と研究目的

2.1 従業員エンゲージメントとパフォーマンス

従業員エンゲージメントとパフォーマンスの関係の先行研究として、Robertson et al. (2012) の研究がある。イギリスの 9,930 人の従業員を対象に、自己申告による従業員エンゲージメント、心理的ウェルビーイング、パフォーマンスの関係を調査した研究である。従業員エンゲージメントを測定するために 5 つの職務態度の項目を、パフォーマンスを測定するために 1 つの項目を、心理的ウェルビーイングを測定するために 11 項目からなる心理的ウェルビーイング尺度 (Faragher et al., 2004) を使用した。多変量回帰分析の結果、心理的ウェルビーイングと従業員エンゲージメントの組み合わせ ($R^2 = .17, p < .001$) の方が、従業員エンゲージメント単独 ($R^2 = .04, p < .001$) よりもパフォーマンスをよりよく予測することが明らかになった。

また、ギャラップ社による大規模なメタ分析の研究結果がある。Harter et al. (2020) は 276 の組織を対象にメタ分析を行い、従業員エンゲージメントが顧客、患者、従業員、財務に関連する 11 の複合パフォーマンス成果と関連していることを結論付けた。これらの成果には、顧客指標、収益性、離職率、安全事故、欠勤率、従業員による窃盗、患者安全事故、品質欠陥、従業員のウェルビーイング、組織市民行動が含まれる。結果は高い一般化可能性を示しており、相関関係が組織全体で一貫していることが明らかになった。従業員エンゲージメントと複合パフォーマンスの相関スコアは 0.49 であった。従業員エンゲージメントが上位 50 % のビジネスユニットは、下位 50 % と比較して複合パフォーマンスの成功率が 2 倍以上ある。さらに、99 パーセンタイルに位置するビジネスユニットは、1 パーセンタイルに位置するビジネスユニットの成功率のほぼ 5 倍である。このメタ分析は、従業員エンゲージメントが複合パフォーマンスにプラスの影響を与えることを明らかにした。

従業員エンゲージメントとパフォーマンスの関係に関する先行研究は、従業員の心理的ウェルビーイングとエンゲージメントの組み合わせが、単独のエンゲージメン

トよりもパフォーマンスをよりよく予測することを示唆している。さらに、ギャラップ社によるメタ分析では、従業員エンゲージメントが顧客、患者、従業員、財務に関連する複合パフォーマンス成果と結びついていることが明らかになった。これらの結果は、従業員エンゲージメントが組織の総合的なパフォーマンスに肯定的な影響を与えることを支持しており、エンゲージメントの向上が企業の成功に不可欠であることを示唆している。

2.2 ESG 投資とパフォーマンス

ESG 投資とパフォーマンスの関係に関する先行研究として、Renneboog et al. (2008a) の研究が挙げられる。この研究は、コーポレートガバナンス (企業統治) と社会的責任に関する実証研究の成果を 3 つ示している。第一に、企業の環境パフォーマンス/責任に関するニュースリリースは株価に大きな影響を与えるが、既存の実証的証拠は投資家が環境パフォーマンスを重視していると断定するには不十分である。環境パフォーマンスが企業の将来のキャッシュフローと関連する場合、株価の反応は単に投資家がキャッシュフローに関するニュースに反応している可能性がある。第二に、良好なコーポレートガバナンス、健全な環境基準、そして程度は低いがステークホルダー関係のケアという CSR^{*9} の要素は、より高い株主価値と関連している。しかし、因果関係の方向については依然として明確な証拠がないため、CSR が株主価値を創造するという証拠は慎重に解釈されるべきである。第三に、健全な環境パフォーマンスや良好なコーポレートガバナンスを持つ企業に投資することは、株主に対して優れたリターンをもたらす。これは、コーポレートガバナンスや環境パフォーマンスに関する公開情報が株式市場で過小評価されている可能性を示し、効率的市場仮説と矛盾することを示唆している。この研究はガバナンスと環境に焦点を当てており、社会的側面にはさほど注目していない点に留意する必要がある。

Renneboog et al. (2008b) はまた、SRI に関する研究の包括的なレビューを行い、企業レベルで見た場合に SRI 対象企業が通常のインデックスを上回るパフォーマンスを示しているとする多くの研究を紹介しているが、その理由は謎であり、理論的な観点も含めて明らかにす

^{*9} CSR (Corporate Social Responsibility) は、企業活動において、社会的公正や環境などへの配慮を組み込み、従業員、投資家、地域社会などの利害関係者に対して責任ある行動をとるとともに、説明責任を果たしていくことを求める考え方のこと。

べき点が多く、さらなる研究が必要であるとしている。

宮井（2008）は、UNEP-FI（2007）が調査対象とした 20 論文に独自の 3 論文を加えた総括的な調査を行っており、分析期間や条件が異なるものの、このうち ESG 関連のファクターが投資家の資産運用パフォーマンスに正の影響を与えていることを示す論文が 15、中立的であるとするものが 4、負の効果が認められるとするものが 4 であったとしており、全体としては正の影響を示すものが多いと結論付けている。

Friede et al.（2015）は、1970 年以降の ESG 基準と企業の財務パフォーマンス（Corporate Financial Performance: CFP）に関する既存の 2200 以上の研究をレビューしている。ポジティブ・ニュートラル・ネガティブの件数をカウントする研究と、複数の計量経済的分析の成果を集約するメタ分析の 2 つの手法を用いて集計した結果、概ね 9 割以上の研究で ESG と CFP の関係はノン・ネガティブ（つまり、無相関かプラス効果）であり、そのうち 5～6 割程度がポジティブな効果を示していることがわかった。

Cantino et al.（2017）は、31 の論文（理論論文が 6、実証論文が 25）をレビューした結果、ESG パフォーマンスと資本コストの関係については、ESG パフォーマンスが高い企業の株主資本コストが低く、企業価値にプラスの影響を与えているとの見方が多いが、調達金利などの負債コストとの関係については明確な結論を出すには至っていないと指摘している。

これらの研究から、ESG 投資が企業の財務パフォーマンスに与える影響について、いくつかの重要な示唆が得られる。まず、企業の環境パフォーマンスや CSR 活動に関するニュースが株価に大きな影響を与えることが確認された。しかし、投資家が環境パフォーマンスをどれほど重視しているかについては明確な結論が出ていない。次に、良好なコーポレートガバナンスや健全な環境基準が株主価値を向上させる一方で、その因果関係には慎重な解釈が必要である。また、SRI 対象企業が高いパフォーマンスを示すことが多いが、その理由は未解明であり、さらなる研究が求められる。全体として、ESG 要素は企業価値に正の影響を与えることが多いとされるが、依然として解明すべき点が多い。

2.3 ESG 情報開示とパフォーマンス

ESG 情報開示と企業パフォーマンスの関係についての先行研究として、Li et al.（2018）の研究が挙げられ

る。彼らは、2004 年から 2013 年にかけて英国の上場企業 350 社の ESG 開示スコアと企業価値（トービンの Q）の関係を分析し、ポジティブな関係があることを明らかにした。この結果から、透明性や説明責任の向上、ステークホルダーの信頼向上が企業価値の向上に寄与している可能性が示唆された。

Fatemi et al.（2018）は、ESG 情報開示が企業価値に与える影響について分析し、ESG 情報開示をめぐる投資市場での要請が「グリーンウォッシュ」（環境への配慮を装うこと）を促進する可能性を広げるリスクを示唆している。ESG パフォーマンスが高い場合には企業価値の向上に寄与する一方、ESG パフォーマンスが低い場合には企業価値の低下につながるとし、ブルームバーグ^{*10} データを使用した ESG 情報開示は低い企業価値をもたらす可能性があるとして指摘している。

ESG の前身にあたる CSR の開示とパフォーマンスの関係については、Gutsche et al.（2016）が研究している。彼らは CSR 情報開示と CSR パフォーマンスが株式時価総額に与える効果を調べ、情報開示指標である ESG 開示スコアが 1 ポイント上昇するごとに 260 百万ドルの増加が見られることを指摘した。

Plumlee et al.（2015）は、米国企業を対象に任意の環境情報開示と企業価値（株主資本コストおよび将来収益）の関係を分析し、これらが有意にポジティブな関係を持つことを示した。

Clarkson et al.（2013）は、2003 年と 2006 年の米国の 5 業種（紙パルプ、化学、石油・ガス、鉄鋼、公益事業）に属する計 195 社を対象に、任意の環境情報開示と資本コストの関係を検証し、有意な関係性は見られなかったが、総資産利益率（Return on Asset: ROA）にはポジティブな影響を及ぼし、結果として企業価値にプラスの影響を与えることを示した。

Dhaliwal et al.（2010）は、1993 年から 2007 年までの米国企業計 1000 社以上を対象に、CSR レポートの開始が株主資本コストが高い企業で早い傾向があるが、CSR パフォーマンスが高い企業が CSR レポートを開始した場合、その後に株主資本コストが低下し、企業価値の向上につながることを示した。

これらの先行研究から、ESG および CSR 情報開示が企業価値に影響を与えるメカニズムが明らかになった。特に、透明性や説明責任の向上がステークホルダーの信頼を高め、企業価値を向上させる可能性が示唆される。

^{*10} ブルームバーグは、世界の最新金融ニュース、マーケット情報、市場の分析や、マーケットデータ、金融情報を提供する情報サービス企業。

また、ESG パフォーマンスが企業価値にポジティブな影響を与える一方、ESG 情報開示はその効果を緩和する可能性があることが指摘されており、ディスクロージャーの質や信頼性が重要であると考えられる。さらに、CSR 活動は資本コストの低減、つまりパフォーマンスの向上にも寄与し得ることが示されている。

2.4 研究目的

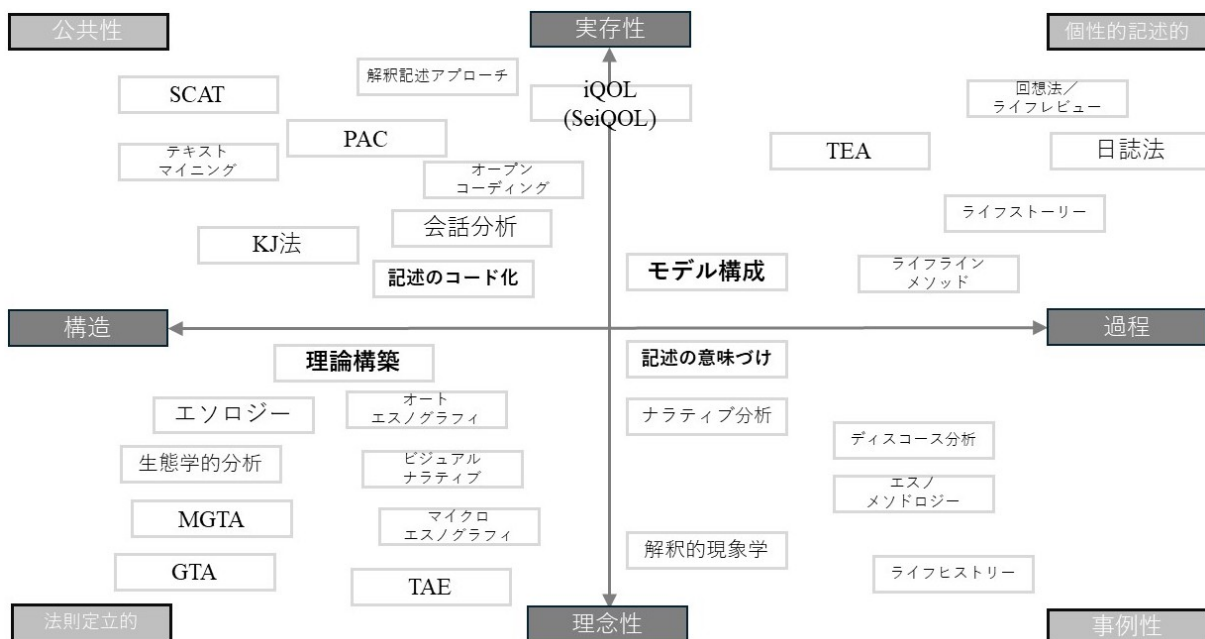
本稿は、従業員エンゲージメントの評価の観点を中心に、機関投資家・アナリストが ESG 投資を行うプロセスを、TEA の TEM を分析手法として用いて明らかにすることを目的としている。Li et al. (2018) の先行研究では、ESG 投資のための情報開示が企業の業績パフォーマンスを高め、企業価値を向上することにつながることを示された。本稿では、ESG 投資の中でも、人的資本の情報開示に関する国際的なガイドラインである ISO30414 の情報開示の流れと、日本でも内閣府から示された人的資本可視化指針による情報開示の流れの中で、人材育成方針と整合的で測定可能な指標として従業員エンゲージメントに着目した。

3. 方法

3.1 質的研究方法の中からの TEA の選択

従業員エンゲージメントが企業戦略に与える影響の深さを理解するためには、質的研究によるインタビュー調査が有効である。質的研究を実施する方法は数多く存在する。サトウら (2019) は、経験を中心に据え、垂直軸に実存性/理念性の側面を、水平軸に構造/過程を配置することによって質的研究手法を整理し、個性的記述、事例性、法則定立的、公共性の四つの側面を考慮している。本質的研究の目的は、特定の組織におけるエンゲージメントの実践が、個々の投資家によってどのように金融的視点から評価されているかを明らかにすることである。したがって、個性的記述が適合すると言える。TEA は、実存性と過程の軸で整理された研究手法であり、図 1 に示される個性的記述の側面を持つ。個性の記述の側面にはいくつかの研究手法が存在する。その中で、TEA は等至点 (EFP) や歴史的構造招待 (HSI) といった特徴を有している。このアプローチは、投資家へのインタビューを通じて従業員エンゲージメントと投資意思決定のプロセスを明らかにするものであり、EFP や HSI が

図 1 質的研究法マッピング (サトウら, 2019)



活用できる。したがって、TEA は投資家が従業員エンゲージメントをどのように評価するかを理解するための最も適した研究手法であると考えられる。

3.2 複線径路等至性アプローチ (TEA)

TEA とは、時間を捨象せずに人生の理解を可能にしようとする文化心理学の新しいアプローチ (サトウ, 2015) で、研究者が設定する等至点 (Equifinality Point: EFP) があり、これは異なる人生や径路を歩みながらも類似の結果に辿り着くこと (安田, 2019) を意味する。

TEA の主要な概念は、人間を解放システムとして捉えることにある。ライフパスを開放システムと見なすことで、システムを維持・調整する可能性があり、外部との相互作用を通じて様々な進路を取ることができると考える。Valsiner & Sato (2005) は、開放システムが非可逆的な時間の中で等至性を持つと説明する。安田 (2005) は、等至性は、個々人が多様な径路を歩み進めるなかで、等しく (Equi) 到達 (Final) するありさまが捉えられるということを含意していると述べる。

例えば、ESG 投資に関して言えば、世界中に多くの投資家が存在し、株式や債券の売買にかかわらず、ESG 投資の決定に至る唯一のパスは存在しないと考えられる。しかし、投資の意思決定プロセスは各投資会社によって異なるが、特定の株式や債券の売買という結果ではなく、最終的に何らかの投資決定が行われる点では共通していると考えられる。TEA の質的研究方法は、軌跡を用いて異なる方法、経験、および意思決定プロセスを表現し、ESG 投資を行うプロセスには複数のバリエーションが存在することを示すことができる。本稿が目的とする従業員エンゲージメントの ESG 投資プロセスにおける影響を、環境要因を踏まえつつ、全体的視点と個別具体的視点で、抽象度を上下して可視化できるのは TEA の分析手法である。

本稿では、機関投資家・アナリストが ESG 投資を行うプロセスを明らかにすることを目的として、TEM を定性的分析手法として用い、経験のプロセスを図示した。EFP は「ESG 投資をする」と設定し、P-EFP (Polarized Equifinality Point: 両極化した等至点) は「ESG 投資をしない」と設定する。また、HSI (Historically Structured Inviting: 歴史的構造化ご招待) を用いて、機関投資家・アナリスト 5 人 4 社にインタビューを行い広義のサンプリングを行った。

3.3 研究協力者

機関投資家・アナリストを対象に HSI を行った。TEA における調査人数については「1/4/9 の法則 (安田・サトウ, 2012)」が提案されており、研究対象が 1 事例の場合は個人の経験の深みを探り、4 (± 1) 事例は経験の多様性を描き、9 (± 1) 事例は径路の類型を把握できるという視点に立ち、本稿の協力者を 5 人とし、4 社にインタビューを行った。ESG 投資は会社の投資方針を反映して行われるため、会社単位でインタビューを行った。

研究協力に同意の得られた金融機関のアナリストおよび機関投資家は、5 人 4 社である。研究協力者の背景を表 1 に示す。

研究協力に同意の得られた金融機関のアナリスト、機関投資家は、バイサイド^{*11}の外資系資産運用会社の投資戦略部長 (ESG 事業推進担当の責任者)、セルサイド^{*12} 日系証券会社の債券アナリスト (機関投資家向けの債券分析・レポート作成の担当者)、バイサイド日系資産運用会社の責任投資部マネージャー (責任投資部門の責任者)、バイサイド日系生命保険会社の責任投資推進担当

*11 バイサイドとは、機関投資家など株を買い運用を業務とする会社のこと。バイサイド・アナリストは、自社の資産運用のためにレポートを作成する。

*12 セルサイドとは、証券会社など株を売る側のこと。セルサイド・アナリストは、顧客の機関投資家に対するサービスとしてレポートを作成する。

表 1 研究協力者の背景

研究協力者	A	B	C	D	E
セルサイド/バイサイド	バイサイド	セルサイド	バイサイド		バイサイド
所属	外資系資産運用会社	日系証券会社	日系資産運用会社		日系生命保険会社
ポジション	投資戦略部長	債券アナリスト	責任投資部マネージャー	責任投資推進担当部門の部長	責任投資担当部門の担当者
インタビュー時期	2023年1月	2023年2月	2023年4月		2023年4月
時間	60分	60分	60分		60分
確認回数	3回	2回	3回		5回

部門の部長と担当者（責任投資推進部門の責任者と ESG 担当者）の計 5 人であった。バイサイドとセルサイドのそれぞれの目的は異なり、前者が自社の金融機関等の資産運用のために株を買うことに対して、後者は顧客の金融機関等機関投資家に株を売ることが目的である。バイサイドとセルサイドを同じプロセスで捉えたことには理由があり、複線型径路においてどのような違いが表れるのかを明らかにするためである。インタビュー回数はそれぞれ 1 回、平均時間は一回当たり 60 分、E メール書面による確認のやりとりが 3-6 回であった。

3.4 データ収集

2023 年 1 月から 2023 年 4 月において、半構造的面接を研究協力者一人につき 1 回平均 60 分で実施した。その後 E メールと書面による発言内容の確認のやりとりを行った。トランスビューを用いて研究協力者（インタビューイ）/研究者（インタビュアー）の視点を交差・融合させ修正を行い、真正性確認・保証を行いながら、TEM 図を完成させた。

インタビューの質問項目は、① ESG 投資のプロセスについて教えてください、②ネガティブ・スクリーニング*¹³についての考えを教えてください、③財務分析と非財務分析をそれぞれどの程度重要視するか教えてください、④業種セクター特性についての考えを教えてください、⑤ ESG インテグレーションの投資手法を取り入れる場合、E（環境）・S（社会）・G（ガバナンス）それぞれを考慮する割合は何%程度か、⑥ S（社会）の中で重要視する項目は何か、⑦従業員エンゲージメントはどのくらい重要視されているか、課題は何か、⑧悩んで ESG 投資をする際に、どのような点で悩まれたか、⑨悩んで ESG 投資をしない場合に、どのような点で悩まれたか、⑩アナリスト・機関投資家として ESG 投資の先にある ESG 投資の究極の目的は何か、であった。

3.5 倫理的配慮

研究協力の依頼に際しては、研究の趣旨を文書と口頭で説明した。研究協力は任意で、自由意思であること、研究協力者は研究への拒否をした場合でも不利益を受け

ることなく、いつでも中止できること、個人特定されないことを説明し、同意を得た。研究倫理に関しては、危険性、インフォームドコンセント、プライバシー問題、虚偽の研究方法、利益相反、報酬、手続き等 16 項目を所属大学のセルフチェックシートに基づいて確認した結果、倫理審査の対象とはならなかったため、倫理審査提出には至らなかったが、本稿における倫理的配慮は適切になされたと考える。また、研究協力者の所属会社からの許諾については、個別の投資案件に対するものでないこと、また会社名および研究協力者名が匿名であることから、会社プロセスの必要に応じてコンプライアンス部門等に確認して、不要と会社が判断した。

3.6 研究の手順

研究は TEA の手法を基に以下の手順で行った。

- 1) インタビューで得られた音声データから逐語録を作成し、ESG 投資のプロセスにつながった経験の語りに焦点を当て、エピソードごとに切片化し、それぞれに内容を端的に示すラベルを付けてカード化し、時間軸に沿って時系列に整理した。
- 2) 研究協力者の語りに基づいて、本稿の等至点 (Equifinality Point: EFP) は「ESG 投資をする」とした。TEM では研究者の認識を拡張するため EFP と対極の意味を持つ両極化した等至点 (Polarized Equifinality Point: P-EFP) を設定する。本稿では「ESG 投資をしない」を設定した。その後、事例の類似の出来事、行動や選択、気持ちといった体験をすり合わせ、制度的・慣習的・結果的にほとんどの人が経験する必須通過点 (Obligatory Passage Point: OPP)、行動が多様に分かれていく分岐点 (Bifurcation Point: BFP) を抽出した。
- 3) 等至点 (EFP) に至る過程に、分岐点 (BFP) と必須通過点 (OPP)、各径路 (行動・考え) を記載して TEM 図を作成した。
- 4) TEM では、等至点 (EFP) への歩みを後押しする力を社会的助勢 (Social Guidance: SG)、疎外的・抑制的に働く力を社会的方向づけ (Social Direction: SD) とする。どちらに該当するのか検討し、各径路の選択に至った要因を意味内容の類似性に基づきカテゴリー化した。

*¹³ ネガティブ・スクリーニングは、特定のセクターや個別企業を投資先から排除すること。

5) TEM 図にカテゴリー化した SG と SD を加え、TEM 図を作成した。

6) 作成した TEM 図を、研究協力者にメール等で確認し、トランスビューを用いて双方の視点を交差・融合させ修正を行い、真正性の確認・保証を行いながら、完成させた。

4. 結果

4.1 統合 TEM 図が示す 5 つの時期区分

5 人 4 社の研究協力者たちには、ESG 投資銘柄選定に際して、OPP が 5 つ確認でき、そのうち重要と思われる 3 つの OPP とその前後を基準とした 4 つの時期区分が導出できた。重要性の判断は、Global Sustainable Investment Alliance (2022) の Global Sustainable Investment Review 2022 報告書より、ESG 投資手法でメジャーなものが、ネガティブ・スクリーニングと ESG インテグレーション^{*14}であり、ESG インテグレーションには財務分析を含むことから、ネガティブ・スクリーニング、一般的な財務分析、ESG 統合評価の 3 つに起因する OPP を判断軸とした。それらは、第 1 期：人間及び地球の繁栄のために特定銘柄を排除、第 2 期：過去の経営成績についての財務的評価、第 3 期：未来の持続可能性についての ESG 統合評価、第 4 期：ESG 投資判断、である。

第 1 期は、企業の違いはあるものの、全員が、文化的、倫理的な必須通過点 (OPP1) といえる「ネガティブ・スクリーニングをかける」を行い、特定の国や産業を除外する投資行動が見られた。この時期を「人間、地球及び繁栄のための銘柄排除」と命名した。この段階ではまだ従業員エンゲージメントについては語られることはなかった。

第 2 期は、「アナリストがデータを基に財務分析をして順位付けをする」ことが OPP2 となる「過去の経営成績についての財務的評価」と呼べる時期である。ここでの特徴は、バイサイド B 氏・セルサイド A 氏 C 氏 D 氏 E 氏では財務分析対象銘柄の絞り込みをする/しないの

違いがあったことである。統合報告書の社長メッセージをじっくり読み重要視する研究協力者 A 氏と情報の一つとして重きを置かない研究協力者 B 氏 C 氏 D 氏 E 氏で分かれた。この段階でもまだ従業員エンゲージメントについては語られることはなかった。

第 3 期は、共通して「投資先企業の属する業種セクターによる ESG 重視項目に重みづけをする」という OPP3 から始まる、「未来の持続可能性についての ESG 情報評価」である。ここでの特徴的なところは、企業経営戦略としてガバナンスが最重要項目だとする研究協力者 (A 氏 B 氏 C 氏) と、環境問題の主要テーマである気候変動に対し、アクションを起こしている投資先候補企業を高く評価する研究協力者 (D 氏 E 氏) の違いが分かれた点である。また、S (社会) については総じて重要ではあるが定量化が進んでおらず定性的判断をするに留まるという見解である点についても言及された。第 3 期の中に、定量数値化された重みづけに加えた定性的な判断に注目が集まる「人的資本への注視」の小時期がある。その際に、ダイバーシティ、人権尊重、労働人口、人材獲得、人材ポートフォリオ、人事施策、リスクリング、退職率などがあるが、その一つとして、本稿が中核概念とする従業員エンゲージメントが登場する。「ESG 情報を定量面、定性面トータルでみて数値評価する」という OPP4 を共通で通過し、ポジティブ・スクリーニングを行う研究協力者 C 氏と行わない研究協力者 A 氏 B 氏 D 氏 E 氏に分かれた。

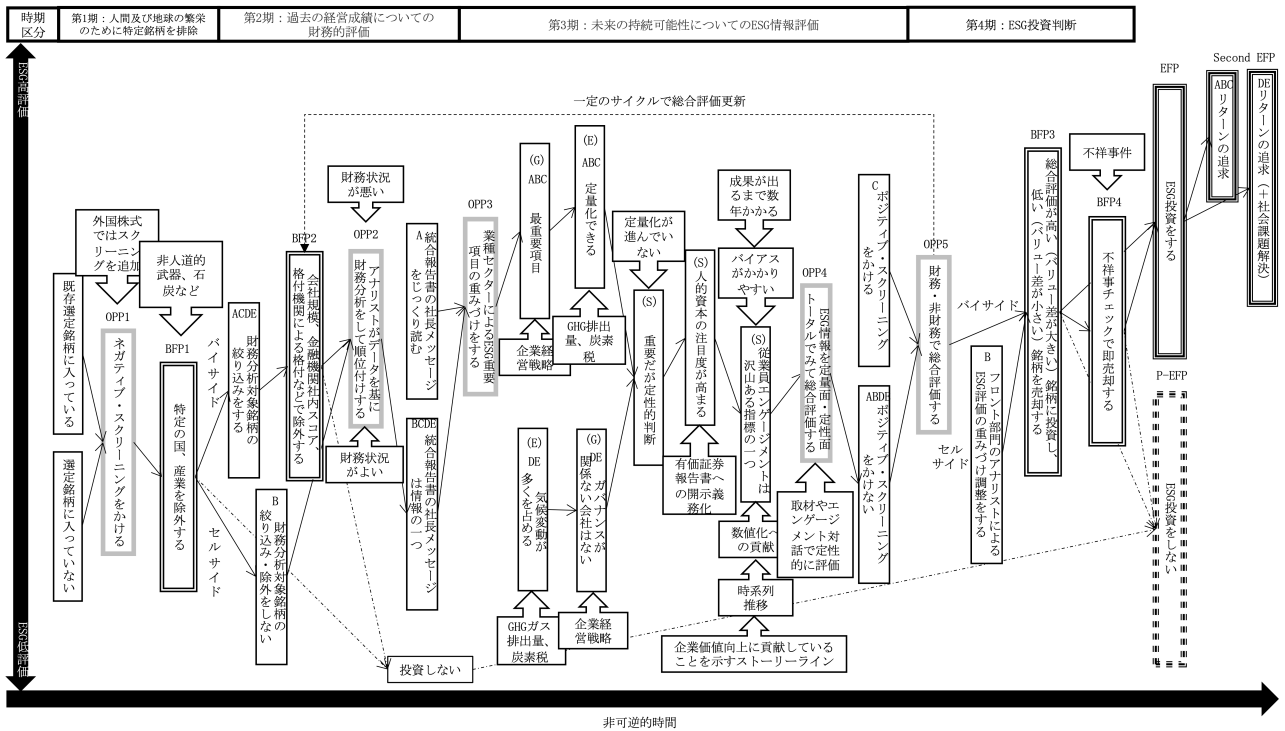
第 4 期は、第 2 期の定量的な財務情報、第 3 期の定量的・定性的な ESG 情報からなる投資判断材料が総合的に判断される「ESG 投資判断」と呼べる時期である。「財務・非財務で総合評価する」OPP5 から始まり、そして最終的には、本稿で設定した EFP「ESG 投資をする」に到達し、さらにその先の究極の目的である 2nd EFP が「リターンの追求」となることが研究協力者の発言から統合的にまとめられた。リターンはある意味当然かもしれないが、責任投資としての収益性の向上と「社会的課題解決」の同時追求を目指すという方向性が確認できた。

以上から、本稿が注目する従業員エンゲージメントの ESG 投資プロセスへの影響は、第 3 期の中で確認できることが明らかになった。以下では、5 人の調査協力者の具体的な影響について、社会的課題解決を視野に検討する。

TEM 図を統合し、従業員エンゲージメントの ESG 投資プロセスにおける影響の全体像を可視化した。ここに示している統合 TEM 図 (図 2) は、5 人 4 社のアナ

^{*14} ESG インテグレーションは、投資マネージャーが財務分析に環境、社会、ガバナンスの要素を体系的かつ明示的に組み込むこと。

図2 統合 TEM 図



リスト・機関投資家が ESG 投資判断をするプロセスを描いている。ESG 投資プロセスにおいて意味のある分岐点に着目し、径路の多様性が現われるような径路を描くことを心掛けた。

以下このプロセスを述べるにあたり、『 』は OPP, 《 》は BFP, []は状況, 《 》は EFP, Second EFP, < 》は SD, []は SG, を示す。

5人4社の対象者たちは、ESG 投資銘柄選定に際して、多様なルートがいったん集約され次の多様性へと開かれる分岐点は4つ定義された。《特定の国に属する企業、特定の産業を除外する (BFP1)》分岐点に立ち、《会社規模、金融機関社内スコア、格付機関による格付けなどで除外する (BFP2)》第二分岐点を経て、《総合評価が高い (バリュース差^{*15}が大きい) 銘柄に投資し、低い (バリュース差が小さい) 銘柄を売却する (BFP3)》第三分岐点に辿り、場合によっては《不祥事チェックで即売却する (BFP4)》第四分岐点を通り、《ESG 投資する》という等至点の展結に至った。

ESG 投資プロセスにおける径路は基本的に各会社の投資判断であり共通点である必須通過点は5つ定義された。『ネガティブ・スクリーニングをかける (OPP1)』に端を発し、『アナリストがデータを基に財務分析をし

て順位付けする (OPP2)』を経て、『投資先候補企業の属する業種セクターによる ESG 重要項目の重みづけをする (OPP3)』点を通り、『ESG 情報を定量面・定性面トータルでみて総合評価する (OPP4)』、そして『財務・非財務で総合評価する (OPP5)』を通過して、『ESG 投資する』という等至点の展結に至るあり様が描かれた。

一方で、差異については会社がバイサイド・セルサイドの立場か、各社の運用方針等の会社単位で影響を受け、6つ発見された。1つ目は、分析対象銘柄の絞り込み (C氏, D氏 E氏) である。2つ目は、統合報告書の社長メッセージをじっくり読む (A氏) 点である。3つ目は、気候変動テーマが総合評価において多くのウェイトを占める (D氏 E氏) 点である。4つ目は、ESG スコアでポジティブ・スクリーニングをかけてファンドを銘柄選定 (C氏) する点である。5つ目は、フロント部門^{*16}による ESG 評価の重みづけ調整をする点である。セルサイドにはフロント部門があり、バイサイドとの立場の違いが表れた。6つ目は、セカンド等至点をリターンの追求と社会課題解決とした点である (D氏 E氏)。

^{*16} フロント部門とは、企業などで顧客と関わる業務を意味し、内部で支えるバックオフィスの対義語として使われる。一般的に営業、カスタマーサポート、マーケティングなどがフロントオフィスに含まれる。

4.2 従業員エンゲージメントの ESG 投資プロセスにおける影響（第3期より）

ここでは、研究協力者のそれぞれの立場や企業特性を踏まえた上で、従業員エンゲージメントがどのように ESG プロセスに影響を与えるかについて、第3期に焦点化して分析する。

4.2.1 A 氏の場合：企業価値向上のために従業員エンゲージメントをあげるのが本来あるべき姿

A 氏の ESG 投資プロセスにおいて3つの分岐点が明らかとなった。BFP1：化石燃料のエネルギー代替に投資する、BFP2：財務状況が良いことが投資の前提となる、BFP3：従業員エンゲージメント施策から企業価値向上までのストーリー性を読み取れる。ESG 投資の中でも従業員エンゲージメントの評価に特に関係する S（社会）に焦点を合わせた BFP3 に絞って記述する。

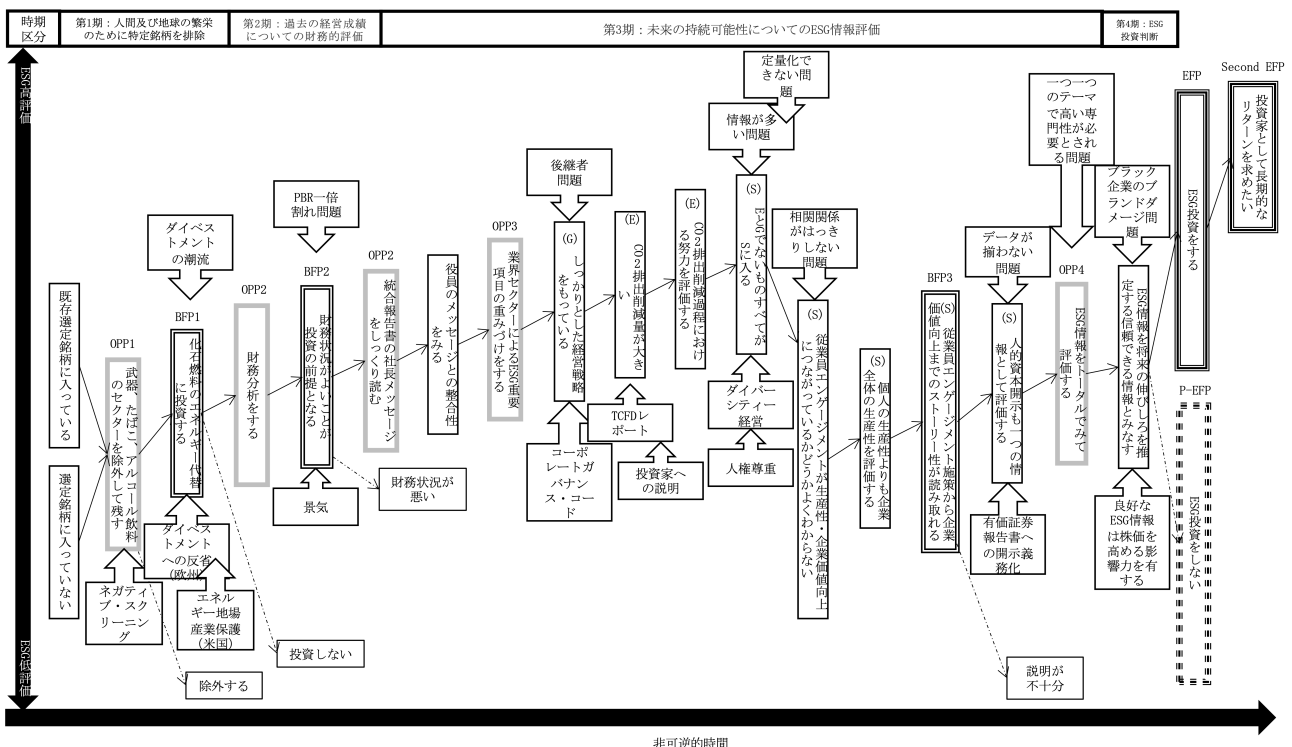
BFP3：従業員エンゲージメント施策から企業価値向上までのストーリー性がある

S（社会）については、[E（環境）と G（ガバナンス）でないものすべてが S（社会）に入る] 状況で、〈情報量が多い問題（SD）〉と〈定量化できていない問題（SD）〉があるものの、[ダイバーシティ経営（SG）]の重要性や[人権尊重（SG）]の後押しがあり重要性が増してきていると話す。

「S の部分って不思議で、E と G でないものは全部 S に入っています。・・・（略）今までは位置付けがクリアじゃなかったのですが、コロナが広がって、アメリカの黒人の人権問題が広がったので、S は改めて注目すべきだって・・・（略）ボードのダイバーシティが全然ないような企業に対してそもそもどう考えてるんですか？ という話もある・・・（略）定量化できない情報が多いので、本格的に統合されている感じではないです。」

A 氏は、[従業員エンゲージメントが生産性・企業価値向上につながるかどうかよくわからない]という。〈相関関係ははっきりしない（SD）〉ことが阻害要因となっているという。[個人の生産性よりも企業全体の生産性を評価する]と述べ、《従業員エンゲージメント施策から企業価値向上までのストーリー性がある（BFP3）》という分岐点（BFP3）に立つことになる。従業員エン

図3 A 氏の TEM 図



ゲージメントを含む〔人的資本開示も一つの情報として評価する〕流れは、〈データが揃わない問題（SD）〉を抱えつつも、【有価証券報告書への開示義務化（SG）】の後押しにより進んでいくという。

「企業の生産性にエンゲージメントがどうつながってくるのかっていうところは普通に考えれば当然そうだろうと思うのですが・・・（略）従業員エンゲージメントが高い企業はパフォーマンスが相対的に優れているというのも、私自身はそんなに認識はしてないので、もっとそういう情報が増えてくると企業を評価する情報になってくる気がしますね。」

「従業員エンゲージメントはまだ相関性もはっきりしてない分野だと思うのですが、要は業績が良いから従業員エンゲージメントも高いかもしれないという話もありえて・・・（略）相関すらはっきりしてないのであれば因果関係も全然説明できないということになるので・・・（略）今はたぶん全ての人が問題意識を持っているのだと思います。ただ、明確に答えが出せないというところは現実としてあるので・・・（略）すごく（従業員エンゲージメントに）依存して、企業を評価するのではなくて、あくまでも一つの情報として捉えていくというロジックにならざるを得ないと思います。」

「これからどういう人的資本の開示が始まるのかわからないのですけれども、それが増えてくると、研究もしやすくなるでしょう。」

「結果がどう出ているのかに拘るべきだと思っていて、従業員エンゲージメントを高める方法がこれこれ（従業員エンゲージメントが）高まってきただけでも、業績につながっていないとかですね。その仕組みで何が足りないのかが一番面白いところだと思います。」

「個人の生産性の問題よりも・・・（略）従業員全体のエンゲージメントが上がると企業全体の生産性がどう変わっていくのか・・・（略）結局のところ、一人一人の積み上げなのかもしれないのですけれども、ロジックがうまく検証できるとその分野の議論が一段階終わって、もやもやした人がいなくなる感じがあります。」

「特に人材のところはデータがなかなか揃わないので、企業としては従業員エンゲージメントが高い企業は出したがるのでしょうかけれども、そうでない企業は出さなくてもよいのであれば出さないということになりますからね。なかなか難しいですね。」

「何のためにそれをやるのかって言ったら、別に法律ができたからやるわけではなくて、本来的には自分たちの企業価値を高めるために、従業員のエンゲージメントを上げようというのが、本当にあるべき姿だと思います。」

A氏は、ESGをそれぞれみていった上で、『ESG情報をトータルでみて評価する（OPP4）』径路を辿った。〈一つ一つのテーマで高い専門性が必要とされる問題（SD）〉はESGの個々の要素を丁寧に評価することを阻害する力となる。しかしながら、【良好なESG情報は株価を高める影響力を有する】（という社会的な認識、投資家にとってのコモンセンス）という社会的助成（SG）があるから、研究協力者A氏の〔ESG情報を将来の伸び代を推定する信頼できる情報とみなす〕という状況を作り出し、《ESG投資をする（EFP）》となる。一方で、〈ブラック企業のブランドダメージ問題（SD）〉はESG情報を押し下げて非財務でも評価を下げるという状況を作り出し、《ESG投資をしない（P-EFP）》となる。

「ESGって、いろんなテーマが入ってくるので・・・（略）しかもその一つ一つのテーマで、すごく専門性が問われてくる・・・（略）特に気候変動なんて、気候科学者の人と話さないとよくわからないレベルになってきている・・・（略）全部積み上げて初めて物事が進むところがあると思います。」

「ESGのところで今言われているのが、結局答え合わせに終始してしまって、それをやる現場の人たちが、ものすごく疲労を感じる・・・（略）要はIR^{*17}の人たちが今度は非財務情報の開示をしろというので社内を駆けずり回っているような情報を集めて統合報告書のきれいなものを作りましたって。それが仕事になっていて、でも本当に大事なのはどうやって企業価値につながっているのかに関心があるべきなので・・・（略）情報集めは単なる入り口であって、実際に企業価値にどうつながっているのかを知りたい。」

「やらされ感が強くなって、結局業績を上げるためにやるという柱が出てくるとみんなのベクトルが向きやすい。」

「結局のところ、企業価値をどうやって高めたらよいのかという議論をみんなですていかないと・・・（略）そんな中でESGが一つの有力な情報だという

^{*17} IR: Investor Relationsの略称。広く株主・投資家に対し、企業活動全般の理解を深めてもらうことを目的とした活動のことをいう。

位置づけにならないと、ワークしないと感じます。」
 「流行っていたときは業績がすごくよくても、あの企業はブラックだとなってしまうと、ブランド的にダメージを受けますね。非財務的な要素でいい加減な会社は長持ちしないのだと思います。」

ネガティブ・スクリーニング、財務分析、ESG の非財務分析をトータルで評価するという径路をたどり《ESG 投資をする (EFP)》に至り、《投資家として長期的なリターンを求めたい》というセカンド等至点 (Second Equifinality Point: S-EFP) に至っていた。

「スコアを上げるという勘違いをしてしまうと ESG はコストだということにしかありません。・・・ (略) 結局、企業価値を高めるためにやるという話です。」

A 氏の言葉からは、投資家としての企業価値向上、そして投資リターンの追求という強い信念が窺い知れた。

4.2.2 B 氏の場合：従業員エンゲージメントは複数ある指標の一つで当然高い方がよい

B 氏の ESG 投資プロセスにおいて 3 つの分岐点が明らかとなった。BFP1：ネガティブ・スクリーニングの姿勢を国によって変える、BFP2：財務状況が良いことが

投資の前提となる、BFP3：ESG 情報をトータルでみて評価する。ESG 投資の中でも従業員エンゲージメントの評価に特に関係する S (社会) に焦点を当てた BFP3 に絞って記述する。

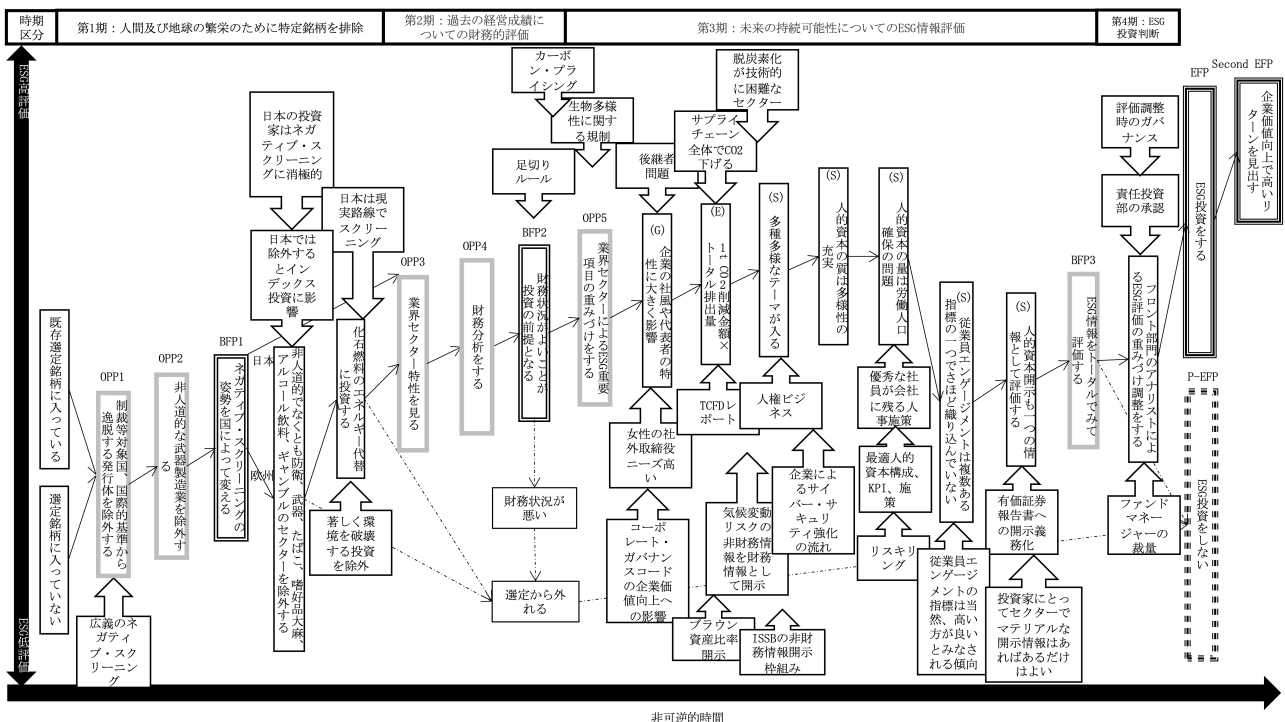
BFP3：ESG 情報をトータルでみて評価する

S (社会) については、[多種多様なテーマが入る] という。中でも【人権ビジネス (SG)】は特に重要で B 氏は、「人権にしっかり配慮したビジネスをしないと訴訟問題に発展する・・・ (略) アパレルとかにおいてはウイグル・コットンの問題がありました・・・ (略) 不買運動にまでなります」と述べている。

また【企業によるサイバー・セキュリティ強化の流れ (SG)】についても重要になってきている。

B 氏は、「国や地域によっては顧客情報が漏洩すると相応の罰金を支払わなければならないケースもある・・・ (略) ハッキング能力も日々高くなってきているといわれており、いちごっこの構図であるため、常に目を光らせておくべき 이슈で終わりが無い・・・ (略) 大規模な顧客情報流出などは訴訟問題等を経て大きな財務インパクトになる可能性があると思います。・・・ (略)」

図 4 B 氏の TEM 図



DX^{*18}中期経営計画の策定やデジタル・ガバナンスの推進は新しい指針として注目しています」と話す。

さらに S（社会）の中の人的資本については質と量、すなわち「人的資本の質は多様性の充実」, 「人的資本の量は労働人口確保の問題」であるとした。特に、【優秀な社員が会社に残る人事施策（SG）】が重要で、【最適人的資本構成, KPI^{*19}, 施策（SG）】を考へることも大事である。【リスクリング^{*20}（SG）】による後押しもプラスになる。

人的資本の質と量について B 氏は、「人的資本で質的な話で、多様性を充実させればさせるほど、意思決定が洗練されるという考え方もあり・・・（略）多様性がまず正しいという前提の考え方と整理できる・・・（略）もう一つは量です。日本は 2065 年までに 3 割ぐらい労働人口が減ってしまいます。3 割減ったとき現状の業務が通常通り稼働するかというと、DX が進まない企業で結構難しいと思われます・・・（略）今と同じぐらいのお金を稼ぐとき 1 人当たりの売上高を凄まじくあげないといけなくなります。この二つの問題が人的資本にはあります」と話す。

優秀な社員が会社に残る人事施策について B 氏は、「従来の優秀な人材輩出企業は文字通り優秀な社員が巣立って世に出ている・・・（略）どちらかというとな後は優秀な人が残ってもらわないと・・・（略）元々自社で働いていて何らかの理由で働けなくなっている方々も出戻り募集やそういった方が出にくくするような制度は企業価値向上に寄与すると考えています」という。

B 氏は大事なことは、「間違いなく企業ごとに最適人的資本構成という概念は存在する・・・（略）KPI の仮説でもある・・・（略）それに向けてどうやってどういう施策を推進するかという三点を確認することが重要ではないか」だという。

また、リスクリングについて B 氏は、「経験的にリストラすると株価が上がる人が多い・・・（略）ただし、置かれた危機度合によるが、そう簡単にリストラに踏み切れないと思いますし、新入社員と退職者の差で自然に減少させることは可能ですがダイナミックには調整できない・・・（略）スキルをチェンジして、いろんなところに配置転換するというのは、日本だとさほど珍しい話

ではない・・・（略）例えば自動車のガソリン車のエンジニアは間違いなくこれから需要が減ってくるので EV に配置転換するなど、脱炭素関連のリスクリングをすることは長期に重要な点です」と述べる。

そして、従業員エンゲージメントについては、「従業員エンゲージメントは複数ある指標の一つでさほど織り込んでいない」が、「従業員エンゲージメントの指標は当然、高い方が良いとみなされる傾向（SG）」として評価される。

従業員エンゲージメントについて B 氏は、「まだそこまで織り込んでいないです。ただし否定するものでもないです。当然全くやる気やモチベーションが低い企業と、同業でやる気に満ちた企業とでは当然後者の方が投資したくなると思います。・・・（略）比較が難しいテーマですが、仮に横比較できるのであれば、当然従業員エンゲージメントが高い方がいいというふうに考えると思います。・・・（略）投資家が発行体の従業員エンゲージメントの指標をモニタリングしているというケースは存在し、多くの投資家は複数ある指標の一つとして取り入れると思います」と話す。

人的資本の開示について、【有価証券報告書への開示義務化（SG）】の後押しがあるものの、従業員エンゲージメントを含め「人的資本開示も一つの情報として評価する」ということである。なお、【投資家にとってセクターでマテリアルな開示情報はあればあるだけよい（SG）】ものである。

「発行体の負担になるのは重々承知なのですがそれでも、その発行体にとってマテリアル（重大）な開示情報はあればあるほど投資家はよいですね。」

ESG 情報の評価については、《ESG 情報をトータルでみて評価する（BFP3）》という分岐点を辿り、ESG 投資をするかしないかが決まる。また、最終的には、「フロント部門のアナリストによる ESG 評価の重みづけ調整をする」というプロセスを経て ESG 投資が決まる。その際に、〈評価調整時のガバナンス（SD）〉として〈責任投資部の承認（SD）〉を得て、適切にコントロールされる。なお、評価調整には、【ファンドマネージャーの裁量（SG）】がある。

「発行体の分析を担うフロント部門のアナリストなどが、責任投資部などで付した ESG スコアを参考にマテリアリティに応じてスコアの重み付などを調整するケースが多いのではないかと思います・・・（略）ESG レーティングをフロント部門で調整する

*18 DX: Digital Transformation (デジタル・トランスフォーメーション)。

*19 KPI: Key Performance Indicator (重要業績評価指標)。組織の目標を達成するための重要な業績評価の指標。

*20 リスクリング: 新しい職業に就くために、あるいは、今の職業で必要とされるスキルの大幅な変化に適応するために、必要なスキルを獲得する/させること。

場合、責任投資部の承認を得るなどの最低限のルールやガバナンスはあると思います。もちろん、ファンドマネージャーなどが ESG スコアをどの程度投資の意思決定に反映するかは担当者や投資家によりバラバラ・・・(略) ESG インテグレーションの実務を詳細に開示する投資家はあまり見たことがないです。」

ネガティブ・スクリーニング、財務分析、ESG の非財務分析をトータルで評価するという径路をたどり《ESG 投資をする (EFP)》に至り、《企業価値向上で高いリターンを見出す》というセカンド等至点 (Second Equifinality Point: S-EFP) に至っていた。

「所詮は資本主義の世界が支配的であり、株式会社は富の再分配のためのピークルというふうに割り切って考えれば、結局はどれだけ企業価値を向上させて、富を増やしているかに尽きると思います。」

B 氏の S-EFP からは、投資家としての企業価値向上とリターンについての一途な思いが感じられた。

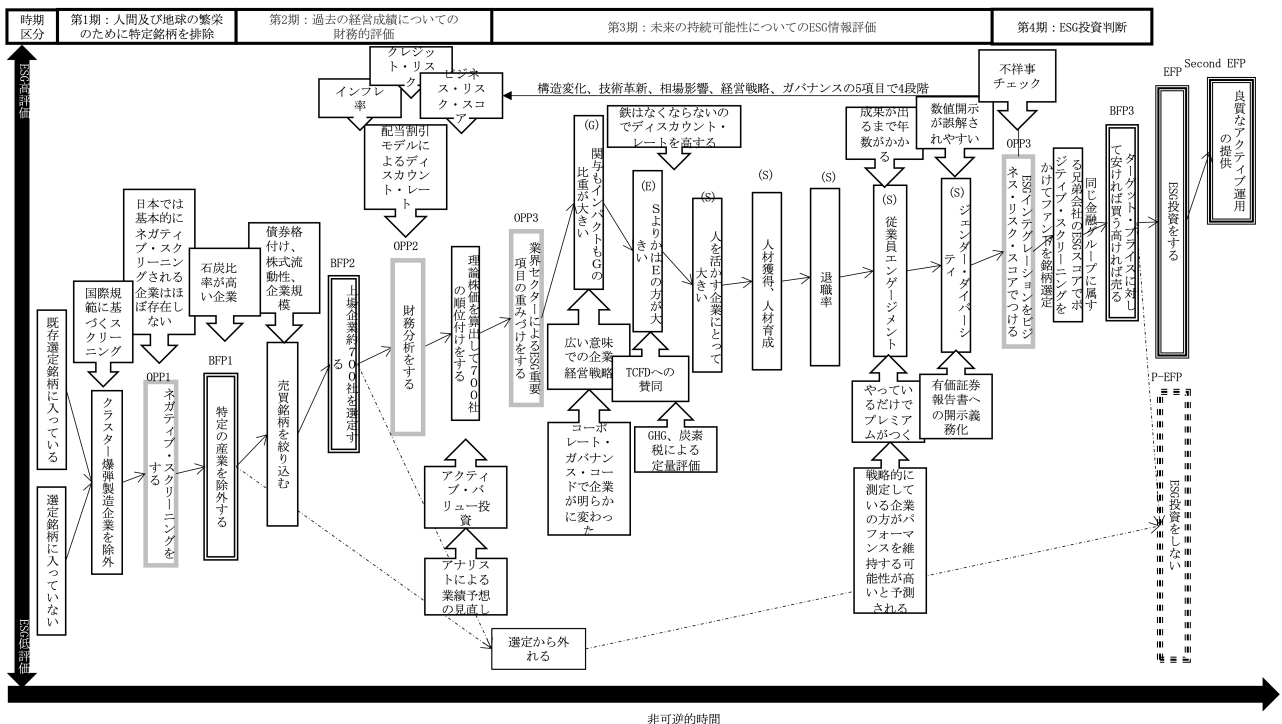
4.2.3 C 氏の場合：従業員エンゲージメント活動をやっているという時点で経営が先進的でプレミアムがつく

C 氏の ESG 投資プロセスにおいて 3 つの分岐点が明らかとなった BFP1：特定の産業を除外する、BFP2：上場企業約 700 社を選定する、BFP3：ターゲット・プライスに対して安ければ買う高ければ売る。ESG 投資の中でも従業員エンゲージメントの評価に特に関係する S (社会) に焦点を当てた BFP3 に絞って記述する。

BFP3：ターゲット・プライスに対して安ければ買う高ければ売る

社会の S の要素について、[人材を活かす企業にとって大きい] といい、中でも [人材獲得, 人材育成] についてみるところが多く、またそれを間接的に見るときに [退職率] や [従業員エンゲージメント] 見る。今の段階においては [やっているだけでプレミアムがつく (SG)] 【戦略的に測定している企業の方がパフォーマンスを維持する可能性が高いと予測される (SG)】とされて従業員エンゲージメントの重要性を押し上げている。一方で、〈成果が出るまで数年かかる (SD)〉ことがその評価

図 5 C 氏の TEM 図



を難しくしている。

S 中の重要項目について C 氏は次のように話す。

「人材獲得、人材育成のところを見るケースが多いです。それを間接的に見るときに従業員エンゲージメントとか退職率などをみます。」

従業員エンゲージメントについて C 氏はこう語った。

「今の段階においてはそこに目をつけてその活動をやっているという時点で経営が先進的だと思っています。従業員エンゲージメントをやっている、その取組の開示という時点でプレミアムがついていると思う。定性的に・・・従業員エンゲージメント取組の構成順は分からないので、これから上がっていく方なのかどうかも分からない・・・さらにやっかいなのは手を付けてから成果が出るまでに3年から5年かかるということなんです。・・・従業員エンゲージメントが株価に有意に効きますというのは、そもそもクオリティに優れた会社が手掛けているからだと思っています・・・今やっている取り組みは3年後に来ると読まなければならない。そこまで見る目があるかといわれると自信ないです。・・・従業員エンゲージメントが高い方が企業も今のパフォーマンスを維持していく可能性が高いだろうという風に考えることはあると思います。」

[ジェンダー・ダイバーシティ]についても重要だ。特に【有価証券報告書への開示義務化 (SG)】はその重要性を後押ししている。一方で〈数値開示が誤解されやすい (SD)〉ので注意が必要だという。

ジェンダー・ダイバーシティについて C 氏は、「ボード、取締役会のジェンダー・ダイバーシティの観点があります。5年前くらい前には女性がいる企業の方が業績パフォーマンス、株式パフォーマンスが高いという論文がありました。今は無関係になっている。なぜかというところほぼすべての企業がやったので、要するに平均にしなければならない。意味を失ってしまった。社内取締役、執行役員に女性がいるかについてもこれから注目する点と思っています。ジェンダー・ダイバーシティに関して企業が如何に誤解されないような開示をするかということが重要になってくる。表面の数字だけしか見ない人たちがいるので。男性が50万円で女性が30万円でけしからん！・・・男性の大半が本社ビルにいて、女性の大半が地方の工場の従業員ということであれば50万、30万も当然でしょということになるわけじゃないですか。同じ年次入社で同じ仕事をやっている同じ課長の年収が揃っ

ていたらい訳ですよ。でも情報開示に則って開示しようとなると50万、30万とかいう数字を出さざるを得ない訳です。そこでいかに誤解を与えないように解説するか、その苦労が大変なのだと思います」と話した。

ESG 各々の評価を経て、『ESG インテグレーションをビジネス・リスク・スコアでつける (OPP3)』。〈不祥事チェック (SD)〉でビジネス・リスク・スコアが下がることがある。ビジネス・リスク・スコアは、規制、技術革新、相場影響、経営戦略、ガバナンスの5項目4段階で評価される。

不祥事チェックについて C 氏は、「残念ながら株価は待ってくれないので、基本的には即動きます。大抵ガバナンスのスコアをワンノッチやツーノッチ引き下げます。・・・当社と外部で月に一回ミーティングをもってましてそこで不祥事のすり合わせを行っています。・・・ESG スコアにおいても減点を加えることがあります。そこで減点を加えた結果、ESG スコアがポジティブ・スクリーニングの条件を満たさないところまで ESG スコアが落ちたならば、即売却です。ESG ユニバースから外れますので、ポートフォリオ・マネージャーは迷うことなく即売却です」と話す。

更に、ポジティブ・スクリーニングをする際には、[外部の ESG スコアでポジティブ・スクリーニングをかけてファンドの銘柄選定]をする。そして、《ターゲット・プライスに対して安ければ買う高ければ売る (BFP3)》第三の分岐点に辿る。

ESG スコアについて C 氏は、「外部のアンケートを1年に一回やって年度替わりの時にスコアが変わる。残念ながら ESG ユニバースから外れたらポートフォリオ・マネージャーは悩むことなく外す。悩む必要ない。ダメなものはダメなんだということで売るしかない」と話す。

C 氏は投資スタイルについて、「当社の投資スタイルは、ターゲット・プライスに対して安かったら買う高かったら売る。これをやるためにサステナビリティが絶対に欠かせない。・・・ESG インテグレーションにおいては ESG の考慮は必然です」と説明する。

ネガティブ・スクリーニング、財務分析、ESG の非財務分析をトータルで評価するという径路をたどり《ESG 投資をする (EFP)》に至り、《良質なアクティブ運用の提供》というセカンド等至点 (Second Equifinality Point: S-EFP) に行きついた。

ESG 投資の究極の目的について、最後に C 氏はこう語った。

「われわれの究極の目指す姿はここです。“良質な

「アクティブ運用の提供」というのがある。市場価格と投資価値の乖離が超過収益の源泉となる。そのためには ESG を考慮した商品を求めるお客様がいらっしゃる・・・1999 年当時は ESG という言葉はなかったし、損保会社が前身ということなので環境だよねということで環境ファンドを作ったわけですが、そこから SRI という言葉が出てきて、2006 年くらいにやっぱ E だけじゃ少ないよとなって ESG も欲しいよって ESG もそこから作るようになった。お客様の中で E だけでは飽き足りないお客様がいらっしゃるのでもわかれわれとしても ESG を考慮したファンドを出す方がいいよねと。ということでお出ししている。すべてはお客様のニーズですね。それがもう大きいところで、もちろんその先には社会的問題の解決とかいうことも副次的には考えてはいるのですけれども、まずはお客様の選択肢としてという考えです。」

C 氏の最後の発言から、資産運用会社として運用益を追い求める商いの精神と、それをお客様が求めているからというお客様本位な姿勢が同時に強く感じられた。

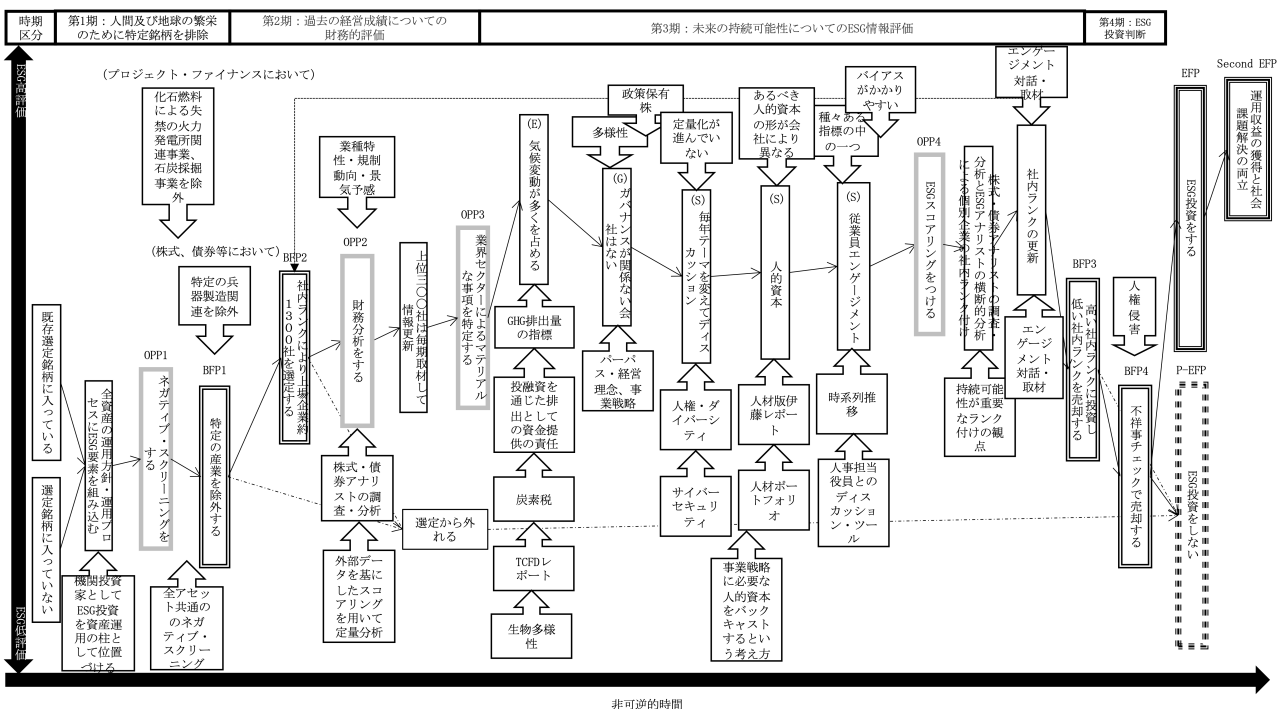
4.2.4 D 氏 E 氏の場合：従業員エンゲージメントは種々ある指標の中の一つで経営者とのディスカッション・ツール

D 氏 E 氏の ESG 投資プロセスにおいて 4 つの分岐点が明らかとなった BFP1：特定の産業を除外する、BFP2：社内ランクにより上場企業約 1300 社を選定する、BFP3：高い社内ランクに投資し低い社内ランクを売却する、BFP4：不祥事チェックで売却する。ESG 投資の中でも従業員エンゲージメントの評価に特に関係する S（社会）に焦点を当てた BFP3 に絞って記述する。

BFP3：高い社内ランクに投資し低い社内ランクを売却する

ソーシャルの S の観点については、〈定量化が進んでいない〉ことが S のウェイトを下げてているが、[毎年テーマを変えてディスカッション]をする。[人権・ダイバーシティ]のテーマ、「サイバー・セキュリティ」のテーマなどである。[人的資本]についてもディスカッションする。【人材版伊藤レポート (SG)】が提唱するように、【人材ポートフォリオ (SG)】がそれぞれの業種や固有の会社で重要である。要するに【事業戦略に必要な人的資

図 6 D 氏 E 氏の TEM 図



本をバックキャストするという考え方（SG）ことがポイントだ。人的資本については日本でも2023年3月期決算以降上場企業については【有価証券報告書への開示義務化（SG）】がなされ、人的資本の重要性を後押しする。人的資本の難しいところは〈あるべき人的資本の形が会社により異なる（SD）〉ことだ。

ソーシャルのウェイトについて、D氏は「ソーシャルのところはすごく重要なテーマでありますし、企業の持続性に大きな影響があるのですけれども、まだプロセスかとか定量化が進められていない部分があるので、今はどちらかという定性的な判断でなにか課題があると、特にリスクとして評価に入れています」と説明する。

Sのディスカッション・テーマについて、E氏は「毎年重点テーマを決めています・・・人権をテーマ・・・人的資本を重点テーマ・・・サイバー・セキュリティをテーマとしてディスカッションしていく・・・テーマは女性であったり最新の情報を踏まえて毎期変えています」と話す。

人的資本のテーマについて、E氏はこう説明する。

「最近高まっています・・・企業様側も何をどうすればいいかというのをまだ試行錯誤している段階・・・バイブルとしては伊藤レポート人材版が参考になる・・・人的資本を高めるためだけにやるのではなくて、しっかりとその企業の事業戦略、もしくは目指すべき方向に照らしてバックキャストでそれをやるためにどういう人的資本が必要なのかを考えるべきだということが謳われていて、すごく納得感があるというか共感できる考え方だと思います。」

人的資本の有価証券報告書における開示の義務化について、E氏は次のように状況を語る。

「人的資本の開示が必須化されてたぶん人事部門は慌てふためいていると思う・・・あまり小手先で女性比率がどうか給与がどうだってことを高めることが重要なのではなくて、企業の人材ポートフォリオ・・・、女性とか男性とかだけじゃなくてどういうスキルがありますか・・・中期戦略がどういう方向を向いていて、例えば弊社であればデジタル戦略であったときにデジタルに秀でた人間というのが会社にどれくらいいるのかと考える・・・人材がないのだったら増やすか途中で採っていく・・・そこが正に一番重要なミソになっている。」

人的資本の難しさについて、E氏はこう述べる。

「人的資本のすごく難しいところが会社によってさまざまな色が、つまりあるべき人的資本の形というのが同じ業種内でも異なってくる・・・われわれとしても軽々に女性増やしてくださいよと言えないのではなくて、その会社さんに足りない人材はなんだろうか、足りないスキルはなんだろうかということはある程度こちらで考えた上でディスカッションしないと・・・本質的でない議論になってしまう・・・人的資本に関しては個社ごとに踏み込んだ議論をしっかりと・・・優秀な人がしっかりと集まってくれないとその会社は必然的に衰退してしまうので・・・社長さんトップの方がどう考えているかがすごく重要だとおもう・・・この会社さんって本当に考えていてこれは確かによくなるなという会社さんであれば、この会社さん考えていないな、小手先だけでやっているなというのが肌感覚としてはある・・・スコア化、定量的に優劣をつけるというよりはディスカッションの中で評価していく、正に定性評価の領域だと思います。」

ソーシャルの中の人的資本の一つである「従業員エンゲージメント」については、あくまでも〈種々ある指標の中の一つ（SD）〉と考えられ、〈バイアスがかかりやすい（SD）〉点が評価を鵜呑みにできなくさせている。一方で敢えていうならば【時系列推移（SG）】は【人事担当役員とのディスカッション・ツール（SG）】として使われることがある。

従業員エンゲージメントの指標について、D氏は、「従業員エンゲージメントが高い企業が研究の成果としてはリターンが上がっているとか成長性が他の企業よりも高いというのがあるのですが、それを今時点で将来の成長性に織り込んでいるかというところまでできていない」という。E氏は、「従業員エンゲージメントは人的資本の種々ある指標の中の一つだと思う・・・従業員エンゲージメントスコアを同業他社とかいろんな業種で比べて比較しているかというところあまりそういうことではなくて・・・指標の特性としてバイアスがかかりやすいスコアだと思っていて、結局社員の方が回答しているスコアであって、プレッシャーがかかっている会社さんとピュアに答えている会社さんと・・・ですからそこを鵜呑みにするというより・・・時系列推移の中ですごく上がっているということであれば、なにをして上がっているのか、なかなか上がってなくて横ならび寧ろ下がっているということであれば、会社で何が起きている、人事の担当役員としては何を考えているのかということ

をディスカッションしていく一つのツールとして使っています」と説明する。また、定量化指標について「そうはいっても尺度って重要だと思っていて、一般的に通用するようないわゆる人的資本の活用であったり、充実度合いが測れるような指標がもしあれば、すごくありがたいと思う・・・定量化できるというのはすごく重要・・・特に投資家からすると・・・投資家にとっても有用な指標ができればいいなと思っています」と述べる。

ESG 各々の評価をして、『ESG スコアリングをつける (OPP4)』必須通過点を経る。[株式・債券アナリストの調査・分析と ESG アナリストの横断分析による個別企業の社内ランク付け]が調整される。【持続可能性が重要なランク付けの観点 (SG)】は重要なランク付けの観点である。[社内ランクの年次更新]がなされ、【エンゲージメント対話・取材 (SG)】<エンゲージメント対話・取材 (SD)>は社内ランクに影響を及ぼす。《高い社内ランクに投資し低い社内ランクを売却する (BFP3)》分岐点に行きつく。

アナリストの調査・分析について、E 氏は次のように説明する。

「責任投資推進部という独立した所属として ESG アナリストがいます。それとは別に株式部と債券部にエクイティ (株式) とクレジット (債券) のアナリストがいて、ESG アナリストの立場としては株式と債券アナリストに対して ESG 要素をしっかりと反映するべく ESG のスコア等の最新の情報を提供して・・・確り ESG を織り込むように促進をしている・・・ボトムダウンとトップダウンも両方あるのですけれども ESG アナリストという第三者機関が発信をして社内ランクに織り込んでいます。」

エンゲージメント対話とは E 氏はこう説明する。

「エンゲージメントというのは先方の役員クラスと会う・・・アポイントもとって課題提起・・・企業の課題についてディスカッションさせてくださいというのがエンゲージメントという位置づけです。」

社内ランクの年次更新について、E 氏は、「基本的には 1 銘柄ごとに年に 1 回は必ずやる。それを年にワンショットで千何百銘柄やるというのではなくて、時期に分けています。・・・それに限らず不祥事が起きて、顧客の信用が失墜したときに、M & A をしたということがあれば随時イベントごとに変更しています」と話す。

ネガティブ・スクリーニング、財務分析、ESG の非財務分析をトータルで評価するという径路をたどり《ESG 投

資をする (EFP)》に至り、《運用収益の獲得と社会課題解決の両立》というセカンド等至点 (Second Equifinality Point: S-EFP) に行きついた。

ESG 投資の究極の目的について、最後に D 氏はこう語った。

「ESG のテーマはいろいろありますけれども、基本的には最終的に非財務のところを将来的には財務的な価値に置き換わるということが大前提の考え方で、すし、われわれ生命保険会社として中長期のお客様の資金をお預かりしていますので、中長期な社会の発展も、企業価値=われわれの投資の価値を上げるということになりますので、そういう意味では ESG の要素というのは発露するとか顕在化するまで時間がかかると思うのですけれども、最終的には企業価値に結びつくというのがわれわれの考え方です。当然それを加味した投資判断をして中長期の安定した利益の高いリターンを上げていくことが究極的な目的になります。」

そして、E 氏は次のように述べた。

「持続可能性がすごく重要だと思っていて、持続可能な取り組みでないとその事業は成り立たない・・・石炭は全然燃やしてよかった。それ続けていくとどうなるかという人類が住めなくなります。それって持続可能ではないですよ・・・人権も同じで低賃金で不当労働で働かせて・・・どこかのタイミングで破綻してすごくしっぺ返しを喰らう・・・持続可能性をしっかりと具備した取り組みをしている企業でしか生き残れない・・・われわれ長期投資家ですので、5 年 10 年その会社の株や債券などを持ち続けるという視点で言うと、ESG のあらゆる物差しに則ってしっかりと整合する企業でない投資の尺度に見合わないということになります・・・そこをしっかりと捨うという観点が ESG ということです。」

DE 両氏の最後の発言から、生命保険会社という長期の機関投資家という立場と ESG 投資の持続可能性との親和性がよくみてとれた。

4.2.5 まとめ

従業員エンゲージメントを ESG 投資の中でどのように評価をしているのかという点については、A 氏は企業価値向上のために従業員エンゲージメントを高めること

が本来の姿とし、B氏は従業員エンゲージメントを複数ある指標の一つとして高い方が望ましいと考え、C氏はエンゲージメント活動を行うことで経営が先進的であると認識されプレミアムが付くと主張し、D氏E氏はエンゲージメントを経営者とのディスカッションのツールとして位置づけている。投資家目線で、従業員エンゲージメントはESG投資中で一定の評価を得ているということが出来るものの、数値や取り組み、評価の面等課題があることが窺えた。

5. 考察

5.1 実践的示唆

本稿で明らかになったモデルを、全てのESG投資プロセスの径路として一般化することはできない。しかし、このモデルは、投資家目線からの従業員エンゲージメントについて、次の6点を明らかにした。実践的示唆として以下述べる。

1つ目は、従業員エンゲージメントは沢山ある指標の一つとして機関投資家・アナリストから評価されるということである。「従業員エンゲージメントは複数ある指標の一つでさほど織り込んでいない(B氏)」という語りがあったように、ESG投資全体の中の一要素として見られているが、評価において重要な位置づけにはなっていないといえる。

2つ目は、従業員エンゲージメントは、アンケート調査集計により定量的な数値で示されるため、同一企業の時系列的評価においては一定程度有効であるということである。評価されている点は、前年対比でどう数値が動いたかという点にある。これは定量的評価であるが故に、分かりやすい指標となっているが、一方で調査会社(従業員エンゲージメント調査サービス提供者)が複数あり、統一の評価方法が存在していない。このため企業横断的に比較するすべがない。それ故、この定量的数値を以って比較評価ができるのが同一企業の時系列ということである。

3つ目は、アンケート調査回答方式であるためバイアスがかかりやすいという問題点があるということである。重要な位置づけにはなっていない理由にこの問題点

の存在がある。GHG排出量^{*21}や炭素税のように算出方式が定まって定量的数字がでてくるものではなく、アンケート調査に対して、個人が回答するものである。ギャラップ社の従業員エンゲージメントを測定する質問であるQ12を例にとれば、完全にあてはまる(5点)、ややあてはまる(4点)、どちらともいえない(3点)、ややあてはまらない(2点)、完全に当てはまらない(1点)の5段階評価方式である。5段階のどれに評価をつけるかには組織的なプレッシャーを受けやすい可能性があることを否めない。これはバイアスがかかりやすいという問題点である。数値として定量化されているが、数値が恣意的にコントロールされる可能性を排除しきれない。

4つ目は、改善に向けた取り組みの成果が数値に現れるまで数年の時間を要することも問題点としてあげられる。C氏は次のように述べている。

「今やっている取り組みは3年後に来ると読まなければならない。そこまで見る目があるかといわれると自信ないです。・・・従業員エンゲージメントが高い方が企業も今のパフォーマンスを維持していく可能性が高いだろうという風に考えることはあると思います。」

数値が上がれば絶対に企業価値が向上し株価が上がるとも言いきれないところに、従業員エンゲージメントスコアをどう評価すべきか悩ましい点があるということである。

5つ目は、従業員エンゲージメントが低いと投資家から評価されないということである。B氏は従業員エンゲージメントについて次のように述べている。

「まだそこまで織り込んでいません。ただし否定するものでもないです。当然全くやる気やモチベーションが低い企業と、同業でやる気に満ちた企業とでは当然後者の方が投資したくなると思います。・・・(略)比較が難しいテーマですが、仮に横比較できるのであれば、当然従業員エンゲージメントが高い方がいいというふうに考えると思います。」

スコアが高くて評価されると言い切れないが、低いと評価されないというのが投資家のスタンスである。

6つ目は、これらのことから定量評価を参考に、エンゲージメント対話・取材などから得られた種々の質的情報などを元に、投資先候補会社ごとに、機関投資家・ア

^{*21} GHG (Greenhouse gas) 排出量は、二酸化炭素やメタンなどの温室効果ガスの排出量のこと。

ナリストが総合的に評価・判断しているということである。エンゲージメント対話・取材等において、企業価値向上に貢献していることを示すストーリーラインが予測されると評価がされる。GHG や炭素税は算出方法が客観的・普遍的に定まっていってテンプレート的な評価ができるのに対して、従業員エンゲージメントは定量的に数値はできるものの絶対値で他社比較ができるような仕組みにはなっていない。

5.2 ESG 情報開示が企業価値を高める視点から捉える従業員エンゲージメント情報開示の意味

Li et al. (2018) では、ESG 情報開示が企業価値を高める影響を生み出すとされているが、ESG 情報の一部をなす従業員エンゲージメント情報を開示することで、同様に、企業価値を高める影響が生み出されると予想される。一方で、Fatemi et al. (2018) が指摘するように、ESG 情報開示は、ESG パフォーマンスが実際には低いことによるマイナスの影響を緩和する可能性があり、高いパフォーマンスのポジティブな影響を弱めている可能性がある。そうすると ESG 情報開示が「グリーンウォッシュ」を促進するリスクも生じかねない。ESG パフォーマンスが企業価値にポジティブな影響を与える一方、ESG 情報開示はその効果を緩和する可能性があることが指摘されており、今後は情報開示の質や信頼性が重要であると示唆される。

6. 総合考察

6.1 理論的貢献

本稿では、機関投資家・アナリストはどのように ESG 投資を行っているのかについてのプロセスを TEA の TEM を分析手法として用いて明らかにした。理論的貢献は、TEA の分析対象を産業・組織心理学領域、経営学領域に適用したことである。ESG 投資といっても証券会社などのセルサイドと機関投資家のバイサイドがあり、それぞれの立場でアナリストがいる。会社単位では、責任投資活動報告書や ESG/スチュワードシップ活動報告書などといった文章で断片的に ESG 投資活動の見える化が行われているが、会社横断的に ESG 投資プロセ

スを図示化したことが、本稿の独創性である。

6.2 研究の限界と今後の課題

最後に、本稿の限界と今後の課題を 2 つ挙げる。1 つ目は、従業員エンゲージメント情報は、数値化されて公表されるものもあるが、現段階では他の投資指標のように客観化・一般化されたものにはなっておらず、現代的な意味での重要性は認識されつつあるが、総合評価の一要素として投資判断時に参照されているのに過ぎないという点である。従業員エンゲージメントは数値として出るものの、調査も企業によりまちまちで標準となる調査が存在しない。それ故他社比較が意味を持たない。また、スコアと業績との相関がはっきりしておらず、投資家に信頼される定量的指標にはなっていない様子がうかがえた。一方で、投資家は定量化されることを歓迎するという E 氏の語りがあった。

「そうはいつでも尺度って重要だと思っていて、一般的に通用するようないわゆる人的資本の活用であったり、充実度合いが測れるような指標がもしあれば、すごくありがたいと思う・・・定量化できるというのはすごく重要・・・特に投資家からすると・・・投資家にとっても有用な指標ができればいいなと思っています。」

従業員エンゲージメントが ESG 投資全体の中で存在感を高めるには、従業員エンゲージメントという概念の輪郭を明確にし、各社共通で使える従業員エンゲージメント情報の算定・公開の基準を設け、投資家に向けた情報として精緻化すると共に、投資先企業/投資家双方に資する企業価値の向上を目指すことが重要だと考えられる。さらに、従業員エンゲージメントをより多面的に測定できるデジタルな指標が今後出てくると、重要度が高まる可能性が十分にある。例えば、ウェアラブルデバイスを着用すると、心身の状態をデジタルに測った数値が記録される。今後の更なる技術の進歩により、ウェルビーイングやストレスのスコアなどがデジタルな指標に育っていく可能性はありそうである。

2 つ目は、研究協力者が 5 人 4 社であった点である。セルサイドとバイサイドの人数についても、1 人対 4 人でバイサイドに偏りがある。TEA における調査人数については「1/4/9 の法則 (安田・サトウ, 2012)」が提案されており、4 (± 1) 事例は経験の多様さを描くとされている。今後更に協力者数を増やして、9 (± 1) 事例ま

で広げることができれば、径路の類型を把握できるという視点に立つことができるであろう。

引用文献

- Cantino, V., Devalle, A., & Fiandrino, S. (2017) ESG sustainability and financial capital structure. *International Journal of Business and Social Science*, 8 (5), 116–126.
<https://hdl.handle.net/2318/1650869>
- Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. (2013) The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative? *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (5), 410–431.
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011) Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting (October 4, 2010). *Accounting Review*, 86 (1), 59–100.
<https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Faragher, E. B., Cooper, C. L., & Cartwright, S. (2004) A shortened stress evaluation tool (ASSET). *Stress and Health: Journal of the International Society for the Investigation of Stress*, 20 (4), 189–201.
<https://doi.org/10.1002/smi.1010>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018) ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015) ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), 210–233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Global Sustainable Investment Alliance (2022) Global sustainable investment
<https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf> (情報取得 2024/05/25)
- Gutsche, R. E., Schulz, J.-F., & Gratwohl, M. (2016) Firm-value effects of CSR disclosure and CSR performance. In *EFMA-Conference proceedings* (pp. 1–31).
- Harter, J. K., Schmidt, F. L., Agrawal, S., Plowman, S. K., & Blue, A. (2020) The relationship between engagement at work and organizational outcomes. *Gallup Poll Consulting University Press, Washington, 2020 Q12® Meta-Analysis* (10th Edition).
<https://media-01.imu.nl/storage/happyholics.com/6345/gallup-2020-q12-meta-analysis.pdf>
- Harter, J. K., Schmidt, F. L., & Hayes, T. L. (2002) Business-unit-level relationship between employee satisfaction, employee engagement, and business outcomes: A meta-analysis. *The Journal of Applied Psychology*, 87 (2), 268–279.
<https://doi.org/10.1037//0021-9010.87.2.268>
- 経済産業省 (2020) 持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書——人材版伊藤レポート。
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kigyo_kachi_kojo/pdf/20200930_1.pdf (情報取得 2023/03/19)
- 金融庁 (2018) 投資家と企業の対話ガイドライン。
<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf> (情報取得 2023/03/19)
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., & Koh, L. (2018) The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50 (1), 60–75.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Macey, W. H., & Schneider, B. (2008) The meaning of employee engagement. *Industrial and Organizational Psychology*, 1 (1), 3–30.
- 宮井博 (2008) ESG ファクターのパフォーマンス効果研究サーベイ。NFI リサーチレビュー, 2008年5月号。NFI リサーチレビュー。
<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2014/12/633.pdf> (情報取得 2024/05/28)
- 日本銀行 (2019) ESG 投資の最近の潮流。日銀レビュー。
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/

- rev_2019/data/rev19j05.pdf
(情報取得 2024/02/04)
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015) Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34 (4), 336–361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008a) The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008b) Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>
- Robertson, I. T., Alex, J. B., & Cooper, C. L. (2012) Job and work attitudes, engagement and employee performance: Where does psychological well-being fit in? *Leadership & Organization Development Journal*, 33 (3), 224–232. <https://doi.org/10.1108/01437731211216443>
- サトウタツヤ (2015) TEA における時間概念. 安田裕子・滑田明彦・福田茉莉・サトウタツヤ (編), TEA 理論編——複線径路等至性アプローチの基礎を学ぶ (pp. 9–13). 新曜社.
- サトウタツヤ・春日秀朗・神崎真実 (編) (2019) 質的研究法マッピング——特徴をつかみ, 活用するために. 新曜社.
- Schaufeli, W. (2013) What is engagement? In C. Truss, K., Alfes, R., Delbridge, A., Shantz & E. Soane (Eds.), *Employee Engagement in Theory and Practice*. London: Routledge.
- Schaufeli, W. B., & Bakker, A. B. (2010) Defining and measuring work engagement: Bringing clarity to the concept. IN A. B. Bakker & M. P. Leiter (Eds.), *Work engagement: A handbook of essential theory and research*, 12 (pp. 10–24). Psychology Press.
- Schaufeli, W. B., Salanova, M., & González-Romá, V. (2002) The measurement of engagement and burnout: A two sample confirmatory factor analytic approach. *Journal of Happiness Studies*, 3, 71–92.
- 東京証券取引所 (2018) コーポレートガバナンス・コード——会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために. <https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf> (情報取得 2023/03/19)
- 東京証券取引所 (2021) コーポレートガバナンス・コード——会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために. <https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge6818.html> (情報取得 2023/03/19)
- UNEP-FI (2007) Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors. A joint report by UNEPFI AMWG and Mercer. https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf (情報取得 2024/05/28)
- Valsiner, J., & Sato, T. (2005) Historically Structured Sampling (HSS): How can psychology's methodology become tuned in to the reality of the historical nature of cultural psychology. In J. Straub, D. Weidemann, C. Kölbl & B. Zielke (Eds.), *Pursuit of meaning: Advances in cultural and cross-cultural psychology* (pp. 215–251). transcript Verlag.
- 安田裕子 (2005) 不妊という経験を通じた自己の問い直し過程. 質的心理学研究, 4 (1), 201–226. https://doi.org/10.24525/jaqp.4.1_201
- 安田裕子 (2019) TEA (複線径路等至性アプローチ). サトウタツヤ・春日秀朗・神崎真実 (編), 質的研究マッピング——特徴をつかみ, 活用するために (pp. 16–22). 新曜社.
- 安田裕子・サトウタツヤ (2012) TEM でわかる人生の径路. 誠信書房.

謝辞

本稿は第 2 回 TEA と質的探究学会大会における研

究発表, および博士学位論文 Psychological Research on Engagement: From the Viewpoints of Employees, Executives, and Investors 樋口, 知比呂, 34315 甲第 1747 号, 2024-03-31, 博士 (人間科学), 立命館大学に加筆修正を加えたものです。励ましの言葉を多々くださった立命館大学教授のサトウタツヤ先生, 安田裕子先生をはじめ審査員, 編集委員委員会幹事会の皆様, 学会発表でコメントくださいました宮下太陽先生, 調査に協力してくださいました5名の機関投資家・アナリストに, この場をお借りして心から感謝申し上げます。英文要旨の校正はエディテージ (www.editage.jp) に感謝します。本研究の終始にわたりご指導くださいました立命館大学教授の高橋潔先生, 懇切丁寧に査読をしてくださった先生方に深く感謝申し上げます。

発行: TEA と質的探究学会
Japanese Association of TEA for Qualitative Inquiry
<https://jatq.jp/index.html>



編集・制作協力: 特定非営利活動法人 ratik

<https://ratik.org>

