

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 野 村 亜紀子 CMA

「ウェルビーイングと資本市場」は、人的資本に関連する連続特集の第2弾である。第1弾の11月号では、「雇用制度、働き方と生産性」という主題の下、ワーク・ライフ・バランス、非正規雇用、テレワーク、ジョブ型雇用という日本企業の雇用をめぐる変化を捉え、それらが生産性に及ぼす影響を共通軸に議論が展開された。

本特集の主題であるウェルビーイングは「幸せな状態」を示す用語だが、近年目にする頻度が高まった感がある。実際、日経テレコンで主要紙を対象に「ウェルビーイング」の記事検索を行ってみたところ、2018年には0件だったものが年々増加し、2022年は1～10月で136件だった(注1)。背景事情として、新型コロナ禍とその対応を通じた社会課題の顕在化、ロシアによるウクライナ侵攻のような不測の事態の勃発などにより、改めて幸せとは何かが問われるようになったことが考えられる。そのような価値観の多様化は今後さらに進むと想定されるが、企業としては「人財」とも表現される従業員を可能な限り幸せな状態に置くことで、生産性の向上、ひいては企業価値の向上

へと結びつけたいところである。では、企業による従業員のウェルビーイング向上の取り組みが、資本市場を通じて評価されるにはどのような論点があるのか。多面的な角度からの議論は有用な試みになると考え、この特集を企画した。

森永論文「企業経営におけるウェルビーイング」

では、従業員のウェルビーイングをめぐる経営学上の議論を整理し、企業がウェルビーイング重視のマネジメントを実践するに当たってのポイントを指摘している。ウェルビーイングの定義は学問領域で多様であるところ、筆者は、2000年代以降の経営学の研究では、心理学よりはやや広く経済学よりはやや限定した範囲で従業員のウェルビーイングを捉える傾向があると指摘する。すなわち、心理的ウェルビーイング(ハピネス)、身体的ウェルビーイング(健康)、社会的ウェルビーイング(人間関係)の三つの次元である(注2)。

次いで、筆者はウェルビーイング重視の人事施策と業績の関係を整理する。従業員のウェルビーイングと組織成果の関係は大きく分けて二つの立

(注1) 日本経済新聞(朝刊と夕刊)、朝日新聞、読売新聞、毎日新聞、産経新聞の5紙を対象に2018～22年の各年について記事検索を行い(2022年は10月31日まで)、年ごとに件数を単純合算して推移をみた。

(注2) なお、米国企業の開示資料等では、従業員の金融面のウェルビーイング(ファイナンシャル・ウェルビーイング、あるいはファイナンシャル・ウェルネス)への言及も散見される。

場から捉えられている。一つが、従業員のウェルビーイングと組織の成果は両立可能とする「相互利益パースペクティブ」で、もう一つが、企業は従業員のウェルビーイングを毀損することで組織成果を実現するという「矛盾した成果パースペクティブ」である（注3）。ウェルビーイングの種類によりどちらのパースペクティブが当てはまるかは異なり、心理的ウェルビーイングと社会的ウェルビーイングは相互利益パースペクティブが、健康的ウェルビーイングは矛盾した成果パースペクティブが適当とされる。筆者によれば、従業員のウェルビーイングを高めるための企業経営に関する学術的知見はいまだ十分とはいえないものの、最近では人事管理（HRM）施策の理論研究が進められており、ポジティブな雇用関係を通じて個人の成果と組織の成果の両方が高まるというモデルも提唱されている。筆者は、企業のマネジメントがウェルビーイング経営を実践するに当たり、複数ある施策群を連携させることが重要だと指摘する。

ウェルビーイングの主要な構成要素の一つである健康に焦点を当てて、生産性との関係を論じたのが津野論文「健康経営と生産性」である。健康経営とは、健康と生産性の両方を同時に追求するマネジメント手法である。

筆者はまず健康経営手法による健康と生産性マネジメントの実態を整理している。欧米において過去20年の間、医療・健康問題を単なるコストと捉えることから人的資本への投資と捉える方向へのパラダイム・シフトが観察されている。健康関連の生産性は、アブゼンティーイズム（病欠、

病気休業）とプレゼンティーイズム（疾患や症状を抱えながら出勤し、業務遂行能力や生産性が低下している状態）の二つの側面から捉えられる。健康リスクの評価手法や健康リスクと生産性の関連については、プレゼンティーイズムの損失が大きく、企業として対策を講じて介入する意義も大きいことが報告されている。また、近年は職場の「健康文化」の醸成が健康経営促進において重要であるという認識が高まっている。筆者の分析によれば、健康文化は生産性指標のプレゼンティーイズムに直接的・間接的に関連することが示唆された。

健康経営への取り組みが企業の利益率に影響し、企業・組織のパフォーマンスにも波及する可能性を示す研究は行われているものの、因果関係が明らかにされているとはいえない。企業であれば利益率等の業績関連のパフォーマンス指標が適当である一方、医療機関などでは患者の安全や医療の質に関する指標が適当、といった論点もある。組織特性を踏まえたアウトカム指標を設定して企業・組織のパフォーマンスへの影響を検証していくことが重要となる。

企業による従業員のウェルビーイング向上の取り組みを投資家に伝達するのが情報開示であり、情報開示の基盤を成すのが企業会計である。中野論文「ウェルビーイングと人的資本会計」では、ウェルビーイングの概念整理を踏まえて人的資本会計の議論を展開する。その際、会計上の資本といえは貸借対照表（BS）の貸方の資本を意味することを踏まえ、借方の議論では「人的資産」、貸方の議論では「従業員持分」としている。

（注3） 森永論文ではmutual gain perspectiveに対し相互利益パースペクティブ、conflicting outcomes perspectiveに対し矛盾した成果パースペクティブという訳語を当てており、中野論文では、それぞれ相互ゲイン・パースペクティブ、対立アウトカム・パースペクティブの訳語を当てている。

筆者は、人的資産のBS計上については、入社前に個人が蓄積した部分の計上は難しい一方で、入社後の分は、企業の人材投資の金額をベースに計測・管理することが技術的に可能であると指摘する。人的資産をBS計上すると、その分、貸方を増やす必要があるが、筆者はここで2種類の思考枠組みを提示している。一つは株主重視型の資本主義システムの下、資産の増分をすべて株主持分とする考え方であり、もう一つはマルチ・ステークホルダー型の資本主義システムの下で、債権者持分と株主持分に加えて従業員持分を想定する考え方である。後者の場合、人的資産の増分は株主と従業員の間で分け合うことになる。マルチ・ステークホルダー型のBSであり、株主重視でも従業員重視でもない「第三の道」を中立的に構想するための思考インフラになる。

筆者はさらに踏み込んで、株主の期待リターンと平行に「従業員期待リターン」を想定すると、同リターンは従業員に対する金銭的報酬だけにとどまらず、ウェルビーイングの要素が一定程度上乘せされたものになると考えるべきだと指摘する。それはファイナンスにおけるWACC（加重平均資本コスト）を、従業員資本コストを加味したマルチ・ステークホルダー型WACCへと拡張することにもつながる。このような新しい思考枠組みの下で、未来の会社の姿をイメージすることが可能になる。

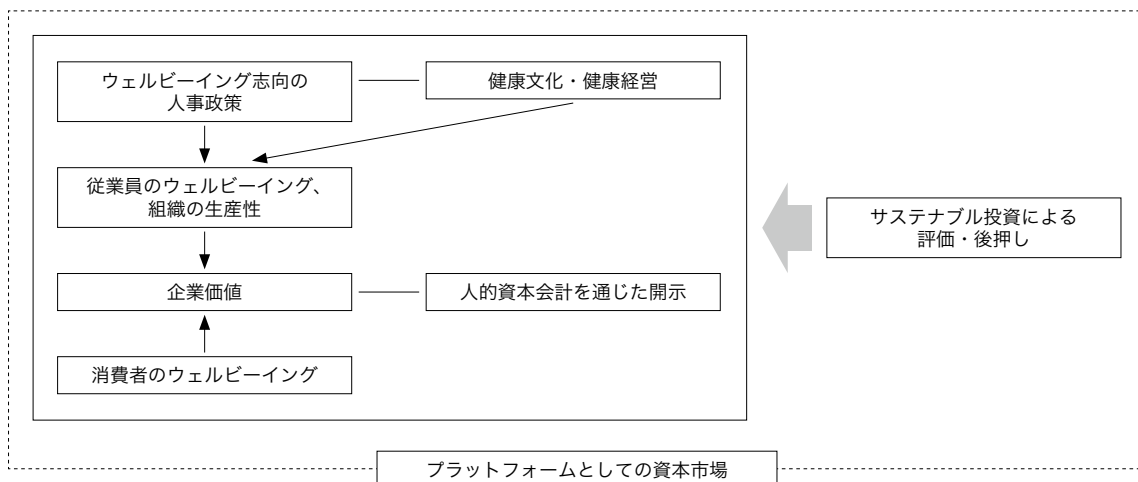
最後に、ウェルビーイングをめぐる企業の取り組みを評価する投資家の動向が、中川・朝田・水谷論文「ウェルビーイングを支えるサステナブル投資—ウェルビーイングの改善は、人的資本の有効活用に向けた「日本の伸びしろ」—」により論じられている。同論文の大きな特徴は、企業活動がウェルビーイングの向上および企業価値向上に

つながる経路として、企業が労働者のウェルビーイング改善に貢献するケースと、企業が提供する商品やサービスが消費者のウェルビーイング改善に貢献するケースという二つの類型を提示している点だ。欧州では環境面のタクソノミーに続き社会面のタクソノミー（ソーシャルタクソノミー）の策定を目指す動きがあるが、筆者によれば、ソーシャルタクソノミーの社会目標の内容は二つの類型の視点を両方とも包含していると考えられる。また、欧州ではサステナビリティ情報開示の整備が進められているが、そこでも両方の視点が盛り込まれているといえる。

中川・朝田・水谷論文では、ウェルビーイングの視点を企業とのエンゲージメントに生かす大手機関投資家の事例として、野村アセットマネジメントとロベコを取り上げ分析している。2社の取り組みには三つの共通点がある。責任投資におけるポリシーや自社のビジョンにおいてウェルビーイングの考え方を取り入れている点、健康によりよい商品提供を促すため企業との対話を実施している点、エンゲージメントを通じて社会的弱者の保護を企業に要請している点である。筆者は、2社のエンゲージメント活動に上記2類型の両方の要素が取り入れられているという見解を示している。ウェルビーイングの改善は「日本の伸びしろ」であり、インベストメントチェーン全体で取り組む必要があると締めくくっている。

本特集の4論文の関係を大胆に単純化し整理すると、図表1のようになるだろうか。ウェルビーイング志向の人事政策により従業員のウェルビーイング向上、組織の生産性向上が期待できる。ウェルビーイングの構成要素の中でも比較的把握しやすいのが健康であり、健康文化の下で健康経営を推進すればウェルビーイング向上、生産性向上

図表1 ウェルビーイングと資本市場をめぐる論点



(出所) 野村資本市場研究所作成

が期待できる。これらの企業活動は、情報開示等を通じて幅広いステークホルダーの知るところとなる。従業員持分を含む人的資本会計の新たな思考枠組みは、会計、ファイナンスへの従業員ウェルビーイングの取り込みを可能にする。投資家は、開示情報やエンゲージメントを通じて企業価値を（従業員ウェルビーイングや消費者ウェルビーイングを反映するかたちで）評価する。投資家の後押しが、企業によるさらなるウェルビーイング向上

の取り組みにつながるという好循環が期待できる。

一連の活動全体を包括するプラットフォームが資本市場ということになる。企業によるウェルビーイング向上の取り組みが持続的なものとなるためには、市場を通じて適切な評価を得ることが必要不可欠であり、資本市場がその機能を発揮できるのかが試されているともいえよう。本特集がウェルビーイングと企業、投資家、資本市場をめぐる研究の進展に貢献できれば幸いである。