# 企業価値評価における
# 従業員エンゲージメントデータの活用可能性に関する分析

2024年8月

MIZUHO
Mizuho-DL Financial Technology

asta muse
company

1. 導入
2. 従業員エンゲージメントデータ
3. 分析
    1. エンゲージメントスコアと自己資本利益率の関係
    2. エンゲージメントスコアを構成する個別項目への深堀り
        - 「事業の成長性や将来性」に注目した分析
        - 「戦略目標への納得感」に注目した分析
    3. 因果関係に関する考察
4. まとめ

1. 導入
2. 従業員エンゲージメントデータ
3. 分析
    1. エンゲージメントスコアと自己資本利益率の関係
    2. エンゲージメントスコアを構成する個別項目への深堀り
        - 「事業の成長性や将来性」に注目した分析
        - 「戦略目標への納得感」に注目した分析
    3. 因果関係に関する考察
4. まとめ

# 本分析は企業価値評価における従業員エンゲージメントデータの活用可能性を示すものである

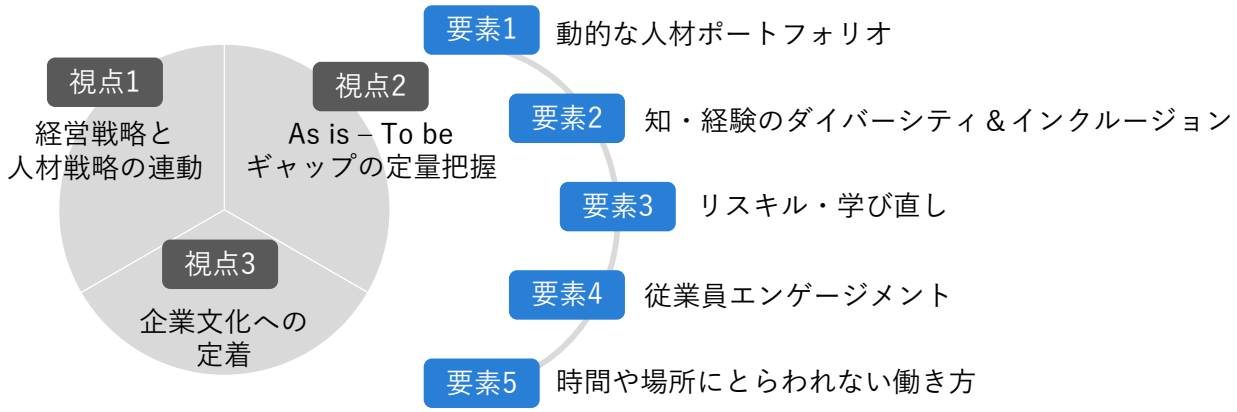
## 1. 背景

不確実性の高い時代において、非財務情報や無形資産から企業価値を分析する必要性が高まりつつあり、人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる「人的資本経営」に注目が集まっている

## 2. 従業員エンゲージメントの活用可能性

> 「人材版伊藤レポート」により、「人的資本経営」に求められる３つの視点・５つの共通要素が整理
> 上記の5つの要素にも含まれ、内閣府から示された「人的資本可視化指針」においても企業価値向上の観点から重要とされる従業員エンゲージメントに着目

「人的資本経営」のフレームワーク




＊人材版伊藤レポート2.0より抜粋

## 3. 分析概要

> 従業員エンゲージメントデータはインターナルな情報であり、データ取得や企業間の比較分析が難しく、国内最大の従業員エンゲージメントサービスを展開するリンクアンドモチベーション社の協力のもと、今般共同研究プロジェクトを実施

※ITR「ITR Market View：人材管理市場2024」従業員エンゲージメント市場：ベンダー別売上金額およびシェア（2017～2023年度予測）

1. 導入
2. 従業員エンゲージメントデータ
3. 分析
    1. エンゲージメントスコアと自己資本利益率の関係
    2. エンゲージメントスコアを構成する個別項目への深堀り
        - 「事業の成長性や将来性」に注目した分析
        - 「戦略目標への納得感」に注目した分析
    3. 因果関係に関する考察
4. まとめ

本分析では従業員エンゲージメント市場において
7年連続売上シェアNo.1のモチベーションクラウドというサービスを活用

11,890社

442万人

アンケート結果をもとに、
各組織のエンゲージメント状態を偏差値化した指標であるエンゲージメントスコア（以下ES）によって整理している。

| ▼ER | ▼ES |
|---|---|
| AAA | 67 以上 |
| AA | 67 未満 |
| A | 61 未満 |
| BBB | 58 未満 |
| BB | 55 未満 |
| B | 52 未満 |
| CCC | 48 未満 |
| CC | 45 未満 |
| C | 42 未満 |
| DDD | 39 未満 |
| DD | 33 未満 |

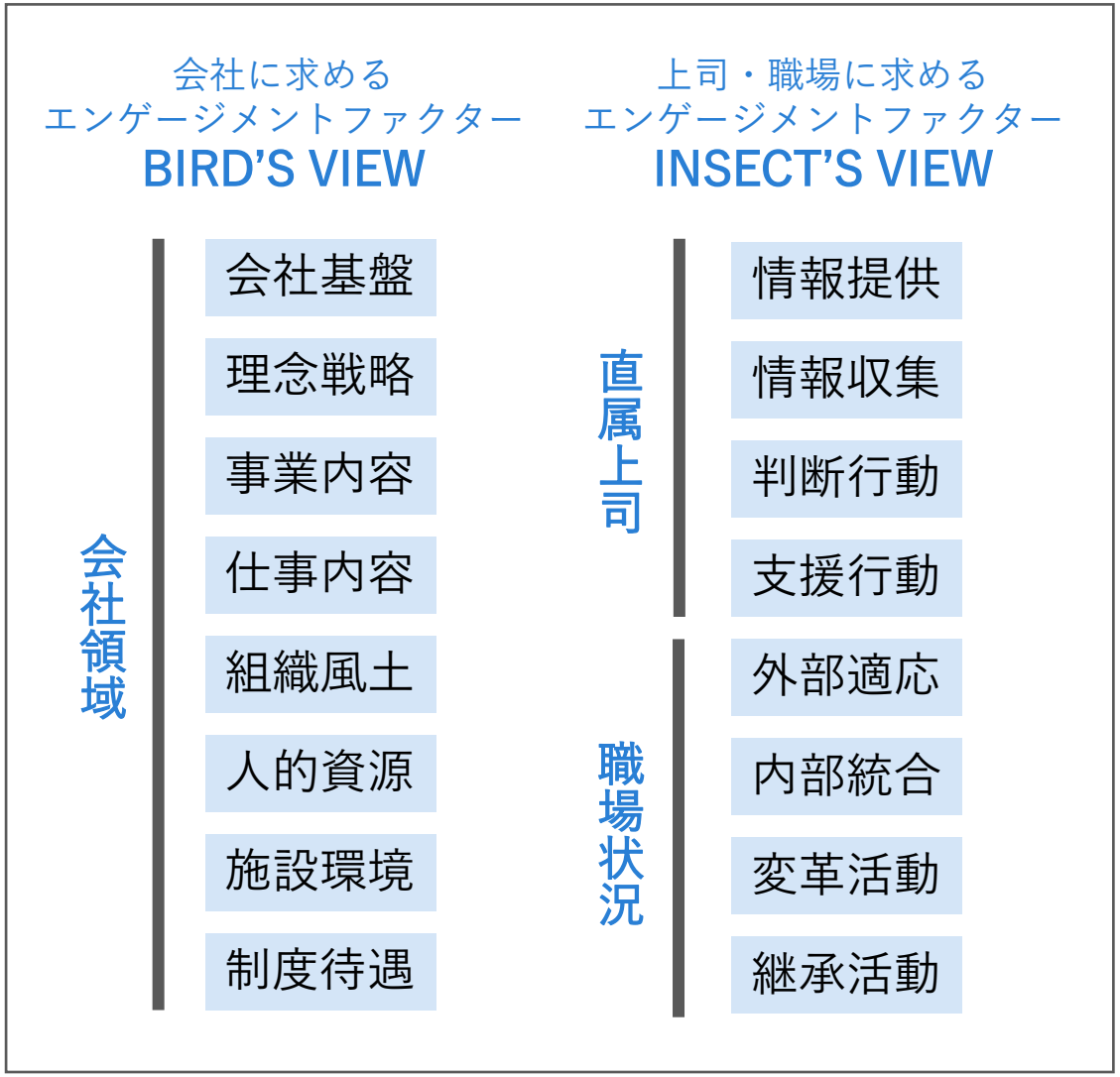
【ESを構成するエンゲージメントファクター】

社会心理学を背景に人が組織に帰属する要因をエンゲージメントファクターとして、右図の通り16領域に分類している。更に各領域において４項目ずつ設定している。

各項目およびそれらが属する各領域のスコア等をもとに、総合的なエンゲージメント指標であるESは算出される。

【分析対象データ】
次章では下記のデータを分析対象とする。

対象期間　：2015年～2023年
対象データ：全従業員を対象とする、
　　上場企業203社(1,118データ)の
　　ESおよび各領域・項目のスコア



1. 導入
2. 従業員エンゲージメントデータ
3. 分析
    1. エンゲージメントスコアと自己資本利益率の関係
    2. エンゲージメントスコアを構成する個別項目への深堀り
        - 「事業の成長性や将来性」に注目した分析
        - 「戦略目標への納得感」に注目した分析
    3. 因果関係に関する考察
4. まとめ

# エンゲージメントスコア(ES)と企業の収益性を表す代表的な指標である自己資本利益率(ROE)との関係を検証

はじめに、相関係数を計算したところ、その値は0.18(p値<0.001)となり、有意な正の相関関係を確認

## 分析プロセス

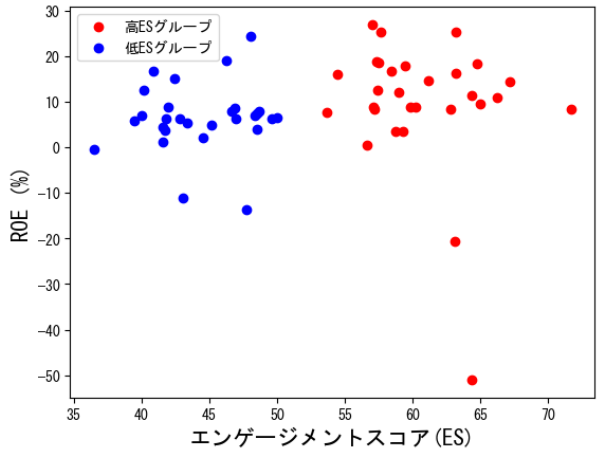
企業のESが継続的に高い/低い状態がROEに与える影響を検証する。エンゲージメント調査回数が3回以上の企業を対象として、ESの高いグループと低いグループにデータを分割して、それぞれにおけるROEの傾向を調査

> 高ESグループ：全てのエンゲージメント調査においてESが52以上の企業
> 低ESグループ：全てのエンゲージメント調査においてESが52未満の企業

※ ESは48～52点(レーティングB相当)が標準的と設計されている

### 各企業のESとROEの散布図 [図1]

[図1]は、各企業のESとROEとの関係を示しており、高ESグループのROEが優れる傾向を読み取ることができる*注1




### ESの高低でグループ分けしたときのROEの平均値と中央値 [表1]

[図1]について、各グループのROEの平均値・中央値を計算した結果は[表1]の通りで、どちらも高ESグループの値が高いことを確認

| | 高ESグループ | 低ESグループ |
|---|---|---|
| 平均値 | **9.7%** | 6.4% |
| 中央値 | **11.4%** | 6.3% |

*注1 各企業のES及びROEは全てのエンゲージメント調査時における平均値とする。

# ESの変化に注目し、その変化が企業のROEにどのような影響を及ぼすのか調査

## 分析対象

対象期間においてESおよびROEのデータが取得できた企業群を対象に、
> ES上昇グループ：ESが上昇した企業
> ES低下グループ：ESが低下した企業
にグループ分けを行う

## 分析プロセス

ES上昇グループ、ES低下グループそれぞれにおいて、一定期間が経過した後のROEの変化の平均値を算出し、その差について分析*注2

分析の結果は[表2]の通り、ES上昇グループの方が、ES低下グループに比べて、ROEがプラスの変化をする傾向が確認された。
ESの変化とROEの変化を計測する期間のズレ(ラグ)が大きくなるほどその傾向が強まっており、これはエンゲージメントが財務に反映されるまでに一定の時間を要するためと考えられる。

ESが上昇した場合に将来のROEの上昇を伴うという傾向が示唆

各グループにおけるROEの変化の平均値の差(ES上昇グループ – ES低下グループ) [表2]

| | ラグ（年） | | |
|---|---|---|---|
| 変動期間 | 1 | 2 | 3 |
| 2017-2020 | 83% | 46% | 62% |
| 2018-2021 | -19% | 62% | 76% |
| 2019-2022 | **91%** | 59% | |
| 2020-2023 | -25% | | |

**下線付き太字**の箇所は、有意水準5%で統計的に有意

*注2 対象期間を2017年 - 2023年とし、取得できたESおよびROEのデータについて、各企業ごとに1年間の平均値を求め、　ESについては差分、ROEについてはローゼンバーグ方式の変化率を「変化」として算出している。なお、ローゼンバーグ方式の変化率は、次式で算出される。
変化率(%)＝( 変化後 - 変化前 ) / (|変化後| + |変化前| ) ×200

# エンゲージメント項目とROEの相関を調査

## 分析プロセス

ESからその構成要素へと掘り下げてROEとの関係を調査することで、エンゲージメントの向上がROEの上昇をもたらす背景について考察。
ESを構成する64個の項目スコアについて、ROEとの相関係数を計算する。 [表3]には、特に相関係数が高い10項目を掲載。

[表3]において、領域(左カラム)を見ると、全16種類のうち5種類が登場しており、幅広い領域でROEとの相関を確認することが出来る。

次ページ以降では、この表に記載された項目の中で特にフォワードルッキングな観点と考えられる「事業の成長性や将来性」と「戦略目標への納得感」に注目して、より詳細な検証を実施。

## ROEと相関が高い項目 [表3]

| 領域(16種類) | 項目(64種類) |
|---|---|
| 会社基盤 | 財務状態の健全性 |
| 会社基盤 | 顧客基盤の安定性 |
| **事業内容** | **事業の成長性や将来性** |
| 人的資源 | 経営陣に対する信頼 |
| 事業内容 | 自社の事業優位性 |
| 仕事内容 | 専門能力の獲得 |
| **理念戦略** | **戦略目標への納得感** |
| 人的資源 | 適切な採用・配置 |
| 人的資源 | 魅力的な人材 |
| 人的資源 | 多様な人材 |

# 「事業の成長性や将来性」項目スコアとROEの相関係数は0.28となっており、ESを超える正の相関関係を確認

## 分析プロセス

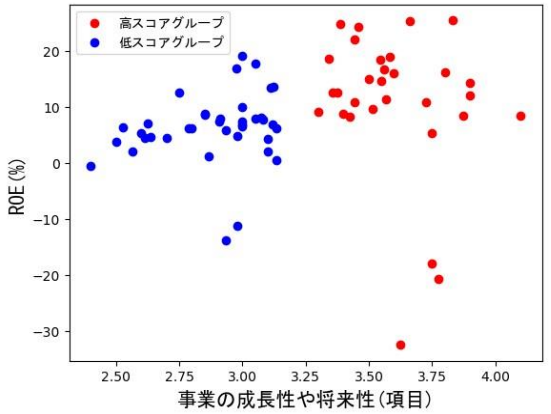
1. 同スコアの高低に着目して、前節と同様に分析対象の企業を２つのグループに分割して分析*注3

> [図2]は、各企業のスコアとROEとの関係を示しており、正の相関やグループ間の差異を読み取ることが出来る*注4。
> [表4]から、各グループにおけるROEの平均値と中央値はどちらも高スコアグループが優れていることを確認

2. 項目スコアの変化に着目する。こちらも前節と同様に、スコアの変化(上昇/低下)に従って、グループ分けを行い、ROEの変化の差分を計測*注5

> スコアが上昇した企業群の方が、ROEがプラスに変化する傾向が見られた[表5]
> ESと比較すると、短いラグについてこの傾向が目立っており、自社の事業に対する従業員の納得感は、より短期間で業績に結びつきやすいということを表している可能性がある

項目スコアとROEの散布図[図2]




高スコアグループと低スコアグループのROEの平均値と中央値 [表4]

| | 高スコアグループ | 低スコアグループ |
|---|---|---|
| 平均値 | 10.9% | 6.2% |
| 中央値 | 12.6% | 6.4% |

「事業の成長性や将来性（満足度）」の変化でグループ分けしたときのROEの変化の平均値のグループ間の差 [表５]

| | ラグ（年） | | |
|---|---|---|---|
| 変動期間 | 1 | 2 | 3 |
| 2017-2020 | **122%** | 98% | 74% |
| 2018-2021 | 22% | 19% | -16% |
| 2019-2022 | **109%** | 7% | |
| 2020-2023 | 9% | | |

**下線付き太字**の箇所は、有意水準5%で統計的に有意

*注3 全データにおける当該項目スコアの中央値をスコアの高低を決める基準値とする。エンゲージメント調査が3回以上行われた企業を対象に、全ての調査におけるスコアが基準値以上の企業、未満の企業に分割する。
*注4 各企業のスコア及びROEは全てのエンゲージメント調査時における平均値とする。

*注5 対象期間を2017年 - 2023年とし、取得できたスコアおよびROEのデータについて、各企業ごとに1年間の平均値を求め、スコアについては差分、ROEについてはローゼンバーグ方式の変化率を「変化」として算出している。なお、ローゼンバーグ方式の変化率は、次式で算出される。変化率(%)＝( 変化後 - 変化前 ) / (|変化後| + |変化前| ) ×200

以上の分析から、社員が自社の将来性・成長性を感じることで、業務への意欲が高まり、会社の利益成長を促すことが示唆される

# 「戦略目標への納得感」項目スコアとROEとの相関係数は0.20とESを再び上回る正の相関関係を示している

## 分析プロセス

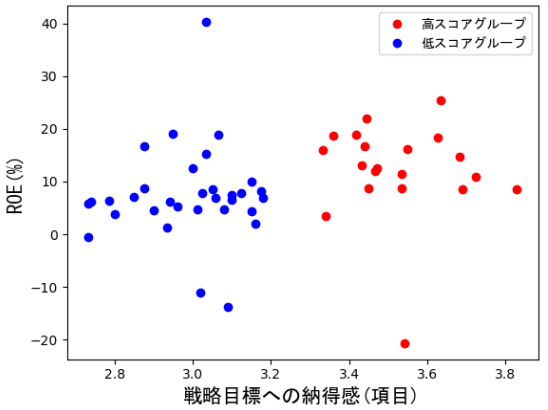
1. 前ページと同様に、高スコア/低スコアのグループに分けて分析[*注6]

> [図3][*注7]及び[表6]に示すとおり、こちらの項目についても、高スコアのグループでROEが高くなる傾向を確認

2. 項目スコアの変化に着目して分析。再びスコアの変化でグループ分けを行い、両者のROEの変化を比較[*注8]

> [表7]を見ると、前ページと比較して弱い結果に見えるが、ラグ=3においてはグループ間のプラスの差を確認
> 上記は、戦略目標が企業のビジョンを踏まえた長期的な目標となっており、戦略目標への納得感が財務の改善をもたらすには、より長い時間を要するためと考えられる

項目スコアとROEの散布図[図3]




高スコアグループと低スコアグループのROEの平均値と中央値 [表6]

| | 高スコアグループ | 低スコアグループ |
|---|---|---|
| 平均値 | 12.2% | 7.5% |
| 中央値 | 12.8% | 6.7% |

「戦略目標への納得感（満足度）」の変化でグループ分けしたときのROEの変化の平均値のグループ間の差 [表7]

| | ラグ（年） | | |
|---|---|---|---|
| 変動期間 | 1 | 2 | 3 |
| 2017-2020 | 85% | 20% | 18% |
| 2018-2021 | -50% | -15% | 56% |
| 2019-2022 | **114%** | -22% | |
| 2020-2023 | 25% | | |

**下線付き太字**の箇所は、有意水準5%で統計的に有意

*注6 全データにおける当該項目スコアの中央値をスコアの高低を決める基準値とする。エンゲージメント調査が3回以上行われた企業を対象に、全ての調査におけるスコアが基準値以上の企業、未満の企業に分割する。
*注7 各企業のスコア及びROEは全てのエンゲージメント調査時における平均値とする。

*注8 対象期間を2017年 - 2023年とし、取得できたスコアおよびROEのデータについて、各企業ごとに1年間の平均値を求め、スコアについては差分、ROEについてはローゼンバーグ方式の変化率を「変化」として算出している。なお、ローゼンバーグ方式の変化率は、次式で算出される。変化率(%) = ( 変化後 - 変化前 ) / (|変化後| + |変化前| ) ×200

以上の分析から、社員が自社の戦略や目標に十分に納得し、それらの達成を念頭においた行動をすることで、長期的に資本運用の効率性が高まることが示唆される

# エンゲージメントと財務の因果関係について考察

本稿では、両者の相関関係を明らかにした後に、エンゲージメントの変化に遅れて伴う財務指標の変化について分析を行い、どちらもポジティブな結果を示した。一方で、その因果関係を明らかにするには、将来の更なる分析が必要と考えられる。ここでは、「ROEがエンゲージメントに影響を与える」という逆説的な可能性について簡易的な検証を行った結果、それを否定する示唆が得られたので紹介する。

## 高いROEが導く制度待遇の改善の影響

ROEが先行してESに影響を与えている場合、その主たる経路として
1. 財務状態の改善
2. 給与と待遇の改善
3. エンゲージメントの全般的な上昇

という流れが考えられる。ESの構成要素には、「制度待遇」領域が存在しており、上記の経路を想定した場合、これとROEとの相関は特に強く現れると考えられる。

実際の相関係数は0.14とESに劣後する。更に、同領域内の「評価・給与の妥当性」項目スコアとROEとの相関を計測したところ、その値は0.14と、ESとROEの相関関係を牽引しているとは言い難く、上記の仮説に対して否定的な結果が得られた。

## ROEの変化に伴うESの変化

3-1ではESの変化に基づき２つの企業グループを作成し、それぞれにおけるROEの変化を分析したが、それの逆の分析を行う。
つまり、各企業をROEが上昇/低下した２つのグループに分け、各グループのESの変化について分析した。

ROEの上昇/低下で分けられたグループ間において、ESの変化の差に特定の傾向が見られなかった。また、ROEの変化がESの変化に有意水準5%で統計的有意に影響を与えている様子も確認できなかった。
従って、ROEの上昇が直接的にESの上昇を導くとは考えにくい、という結論が得られた。

1. 導入
2. 従業員エンゲージメントデータ
3. 分析
    1. エンゲージメントスコアと自己資本利益率の関係
    2. エンゲージメントスコアを構成する個別項目への深堀り
        - 「事業の成長性や将来性」に注目した分析
        - 「戦略目標への納得感」に注目した分析
    3. 因果関係に関する考察
4. まとめ

# まとめ

まとめ 1

エンゲージメントスコア(ES)と企業の財務指標との相関関係を検証した上で、ESの変化に注目し、その変化が企業の財務指標にどのような影響を及ぼすのか調査

→ ESとROEとの間には正の相関関係がみられ、ESが継続的に高い企業はROEも高い傾向にあった
また、ESが上昇した場合に将来のROEの上昇を伴うという傾向が示唆された

まとめ 2

ESからその構成要素へと掘り下げてROEとの関係を調査することで、エンゲージメントの向上がROEの上昇をもたらす背景について考察

特にフォワードルッキングな観点と考えられる、
「事業の成長性や将来性」と「戦略目標への納得感」に注目して分析

→ 社員が自社の将来性・成長性を感じることで、業務への意欲が高まり、それが利益成長を促すことでROEが上昇することが示唆された。また、社員が自社の戦略や目標に十分に納得し、それらの達成を念頭においた行動をすることで、長期的に資本運用の効率性が高まることが示唆された

まとめ 3

エンゲージメントの変化に遅れて伴う財務指標の変化について分析

→ 「ROEがエンゲージメントに影響を与える」という逆説的な可能性について否定する示唆が得られた

- 資産運用において、従業員エンゲージメントデータを活用した企業価値分析に基づきポートフォリオを構築することで、どのようなポートフォリオ特性を得られ、リスク・リターンを享受できるのかは引き続き分析の必要がある
- 従業員エンゲージメントデータだけでなく、複数の人的資本データを組み合わせることで、多面的・有機的な企業価値評価を行うことも肝要であり、今後の分析課題として取り組みたい

# 分析プロジェクトメンバー

| | | |
|---|---|---|
| みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社 | ソリューション開発グループ | 投資技術開発部 |
| 執行役員 部長 | | 日尾 泰子 |
| シニアフィナンシャルエンジニア | | 角田 慶吾 |
| フィナンシャルエンジニア | | Jinyoung Son |
| フィナンシャルエンジニア | | 木村 達哉 |

| | |
|---|---|
| 株式会社リンクアンドモチベーション | モチベーションエンジニアリング研究所 |
| 所長 | 大島 崇 |
| 上席研究員 | 林 幸弘 |
| 次席研究員 | 花岡 健太 |

| | |
|---|---|
| アスタミューゼ株式会社 | 投資運用支援事業本部 |
| 本部長 | 石川 洵哉 |
| データアナリスト | 花岡 勇佑 |

本資料はみずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社・株式会社リンクアンドモチベーション・アスタミューゼ株式会社の三社(以下、執筆者)が共同で作成したものです。

本資料の著作権は執筆者に属し、全部または一部を、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
また、執筆者の事前の書面による承認無しに第三者に開示なさらないようにお願い致します。

本資料は執筆者が信頼するに足りかつ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては貴社ご自身のご判断・ご責任において行うよう、また必要な場合には弁護士、会計士、税理士などにご相談の上お取り扱い下さいますようお願いします。