



GOOD BLACK COMPANY

応募区分：大学 チーム ID：SL2301622 チーム名：T&ET

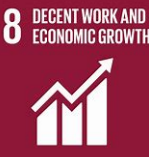
学校名/学部：立教大学 経済学部 学年：2年



メンバー：武下（リーダー）・伊藤・斉藤・室井

指導教員：石田 惣平 准教授

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを[1] 生産 し、[2] 流通 させ、[3] 消費 することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる[4] 私的財 と、政府が税金等を使って提供する[5] 公共財 とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である[6] 企業、消費の主体である[7] 消費者、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である[8] 政府 がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの[9] 現金通貨 と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する[10] 預金通貨 とがある。
4. 2022 年からの成年年齢の引き下げに関する説明文のうち、誤っているものは?[11] c
 - a. 成年年齢の引き下げにより、18・19 歳は父母の親権から離れ、親の財産管理権が及ばなくなった。
 - b. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、アパートを借りたり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになった。
 - c. 成年年齢引き下げ後に、いったん結んだ契約を取り消すためには「未成年取消権」の行使が必要になった。
 - d. 2023 年から、つみたて NISA の利用可能年齢が 18 歳に引き下げられた。
5. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという[12] ダイバーシティ の重要性が指摘されている。
6. 2020 年に署名された RCEP(地域的な包括的経済連携)は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に[13] 15 ヲ国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ[14] 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
7. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは?[15] d
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
 - c. 「環太平洋経済連携協定 (TPP)」は、FTA(自由貿易協定)の一つである。
 - d. 近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。
8. 「持続可能な開発目標(SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ(3 つ以内)、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
 <p>【目標 8】 働きがいも経済成長も</p>	<p>グッドブラック企業は従業員の意欲を最大限引き出し、ハードワークに繋げることで結果アウトプットにも最大限の効果を発揮させることができる、日本経済を先導していく企業だから。</p>

	<p>【目標 9】 産業と技術革新の基盤を作ろう</p>	<p>グッドブラック企業は従業員一人一人の高いモチベーションを支え続けられる基盤が整っており、個人のスキルアップを促す人材育成にも尽力しているから。質の高い人材育成は飛躍的な技術革新への 1 歩であり、産業を持続可能なものにしていく。</p>
	<p>【目標 5】 ジェンダー平等を実現しよう</p>	<p>従業員の意欲の根幹にあるモチベーションを維持するためには、快適な労働環境が欠かせない柱であり、誰もが活躍できる環境を整備しているグッドブラック企業は、積極的なジェンダー平等をはじめとしたダイバーシティの実現を目指しているから。</p>

9. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか? [\[16\] b](#)
- a. 経済—科学—成長 b. 環境—社会—企業統治 c. 効率—持続可能性—企業統治
10. GDP(国内総生産)に関する次の説明文のうち、誤っているものは? [\[17\] a](#)
- a. GDP とは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 b. GDP とは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 c. 実質 GDP とは、名目 GDP から物価の変動による影響を差し引いたものである。
 d. 2022 年(暦年)の日本の GDP の額は、名目 GDP が実質 GDP を上回っている。
11. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所(東証)であるが、その他にも [\[18\] 札幌](#)、[\[19\] 名古屋](#)、[\[20\] 福岡](#) に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。
12. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[\[21\] 「積立」](#) の 3 つが重要とされている。分散投資は [\[22\] 資産](#) や、[\[23\] 地域](#)、[\[24\] 時間](#) を分けることで安定した収益が期待出来る。
13. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは? [\[25\] c](#)
- a. 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
 b. 積立投資には定量購入と定額購入の 2 つがある。
 c. 積立投資は、元本が保証されている投資方法である。
 d. ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。
14. 次のうち、資本に対し企業がどれだけの利益を上げているかを表し、数値が高いほど経営効率が良いと言える財務指標はどれか? [\[26\] a](#)
- a. ROE b. 自己資本比率 c. 純利益 d. PER
15. 「日経アジア 300」は、アジアの 11 の国・地域を対象に、[\[27\] 時価総額](#)、[\[28\] 成長性](#)、知名度などを基準に選定した約 300 社の有力企業で構成されている

要旨

近年、働き方に注目が集まるにつれ、「ブラック企業」という言葉をよく耳にするようになった。

しかし、このキャッチーな言葉が一般化するにつれて、新たな問題が生じている。それは、従業員が高い目標に向かって懸命に働いている（ハードワークしている）企業までも世間からは「**ブラック企業**」というレッテルを貼られるようになってしまっている、という問題である。これは、従業員の労働意欲をそいでしまう可能性だけでなく、優秀な人材の流出を加速させてしまうという、企業ひいては日本経済にも非常にネガティブな影響を生じさせる可能性を内包する。

この問題を解決するため、単にレッテルを貼られてしまっている企業を**グッドブラック企業**という定義付けを行う。ここで、真に非難されるべき悪質な企業は**バッドブラック企業**と定義し、明確に区別する。そして、日本経済を先導していく企業の理想像である、**グッドブラック企業**を抽出する。

グッドブラック企業は、従業員が自分の力を最大限発揮して、高いモチベーションを維持しながらハードワークに前向きに取り組めるよう動機付ける企業である。この動機付けには3段階のプロセスがある。(1)従業員の内発的モチベーションを促し、(2)労働環境を整備し、(3)適切なフィードバックを行うという循環するプロセスだ。この、企業が行うべきプロセスを「**グッドブラックサイクル**」と名付けている。

ハードワークしている企業（ブラック企業）を抽出した後、グッドブラックサイクルを構成する3つの要素を基に、計4段階のスクリーニングを経て3,693社から19社を選定し、**GOOD BLACK ファンド**を構築した。

このファンドのパフォーマンスを計測したところ、リスク・リターンともに日経225やTOPIXより優れたパフォーマンスを示した。また、追加分析を行った結果、**日本経済という側面でも魅力だけではなく、従業員にとっても魅力度が高い企業**であることがわかった。さらに、フィールドワーク等から得た知見を基に、バッドブラック企業がグッドブラック企業になるために、どのような要素が必要なのかを考察し、将来的にグッドブラック企業が日本中に広がるための道筋を模索する。

GOOD BLACK ファンドは、私たちが理想像として掲げるグッドブラック企業が長期的に成長していく魅力的なファンドである。本稿を通して、日本経済の活性化への一歩になれば幸いと思う。

目次

第1章 投資テーマ

- 1-1. 「ブラック企業」の歴史
- 1-2. 「ブラック企業」というレッテル
- 1-3. ハードワークの抑制による影響
- 1-4. グッドブラック企業という解決策
- 1-5. グッドブラックサイクル

第2章 スクリーニング

- 2-1. スクリーニング全体像
- 2-2. 第1スクリーニング：Hard Work
- 2-3. 第2スクリーニング：Intrinsic Motivation
- 2-4. 第3スクリーニング：Work Environments

2-5. 第4スクリーニング：Feedback

第3章 投資比率の決定

第4章 投資家へのアピール

- 4-1. 銘柄紹介
- 4-2. フィールドワーク
- 4-3. ポートフォリオ分析

第5章 従業員にとってのグッドブラック企業

第6章 グッドブラック企業になるためには

第7章 おわりに

第 1 章 投資テーマ

1-1. 「ブラック企業」の歴史

2013 年、「ブラック企業」という言葉がユーキャンの新語・流行語大賞においてトップテンのワードとして選出された。これは残業前提の長時間労働やハラスメントの横行が現代社会で違和感を持たれるようになった結果であろう。今や一般的に使われる「ブラック企業」という言葉は、伊藤[2014]によれば、元々 2000 年代前半頃にインターネット上で使われはじめたネットスラングに過ぎなかった。

1-2. 「ブラック企業」というレッテル

「ブラック企業」という言葉の歴史は約 20 年と浅いながらも、瞬く間に広く世間に知られるようになった。しかし、その定義については常に変化している。ネットスラングとして使われていた「ブラック企業」は、サービス残業や必要経費の自己負担など自己犠牲的な働き方をさせる経営体制を指していた。しかし法整備が進み明らかな違法行為が是正されていくと、「ブラック企業」という言葉はより広義的に捉えられるようになった。今の日本では、従業員が高い目標に向かって努力している企業までもが、世間からはその仕事ぶりを“激務を強いられている”と捉えられてしまっている。つまり「**ブラック企業**」という**レッテルを貼られるようになってしまっている**のである。

「ブラック企業」のレッテルを貼られてしまうと、企業は大きなダメージを受ける。その一つとして、**優秀な人材を獲得できない**ことが挙げられる。少子高齢化社会の日本では、長期的に価値を創造していくために、優秀な若者の争奪戦が行われている。他方、大学生の就職活動では、インターネット上の就職関連ホームページである就職サイトの利用が不可欠になっていることから(下村ら[2004])、学生は就職希望先に対して「ブラック企業」というレッテルが貼られていないかに敏感になっている。それゆえ、ひとたび「ブラック企業」というレッテルが貼られてしまうと、優秀な人材を獲得できなくなってしまう可能性が生まれてくる。

また、「業界自体がブラック」と見なされているような一部の業種では、採用市場で苦戦する傾向が続く¹。実際に「ブラック 業界」とインターネット上で検索をかけると、ブラック業界ランキングや、ブラック企業と呼ばれる業界が多いランキング等、偏見からブラック企業とみなされている企業が多々見つかる。リクルートワークス研究所の豊田義博主幹研究員は「明らかな法違反を犯しているような企業とは別に、もともとハードワークを求めたり、厳しめの教育をしたりしている企業でも『ブラック』とレッテルを貼られる場合もある」と警告する¹。なおハードワークという言葉は「激務」というネガティブな意味も持つが、本稿では豊田氏の文脈にならい「一生懸命働く」というポジティブな意味で使用している。

心身ともに強制的に大きな負荷をかけて成果を追い求めるような企業や、法を逸したハードワークを課す悪質な企業は指弾されて当然であり、そういったブラック企業は是正されるべきである。しかし、従業員が自らの意思で懸命に働くことは悪ではなく、抑制されるべきことでもない。むしろ、抑制することで悪影響が及ぼされる可能性もある。

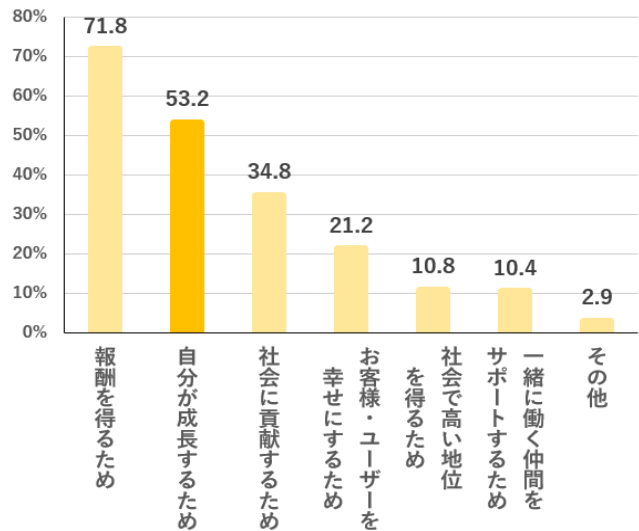
1-3. ハードワークの抑制による影響

「ブラック企業」というレッテルによりハードワークが抑制されると、どのような問題が生じるのだろうか。ここでは、2つの観点から説明する。

¹ 『日経産業新聞』2013 年 9 月 2 日号より

第 1 に、従業員が受ける影響を見ると、ハードワークの抑制が**従業員の働きがいの障壁**となってしまう可能性がある。戦後、終身雇用制度が徐々に崩壊し、今や転職が前提となっている。そのため、若者たちは市場価値を意識して、**自らの成長とスキルアップを求める**傾向があるのだ。図 1 は、リ・カレント株式会社が行った東京都在住の 20 代若手社員 1,300 名を対象に行なった「2021 年度最新若手意識調査」の結果を示したものである。仕事観（働く目的・譲れないもの・価値観）として 53.2%の人が自分の成長を重要視していることがわかる。そのような、成長を働きがいとして求める若者がいる中、じわじわと議論に上がっているテーマが、「ゆるブラック企業」である。西岡[2022]

図 1 若者の仕事観



(2021 年度最新若手意識調査より独自作成)

はこの言葉について「近年の働き方改革の影響で、やりがいを求める若手社員をゆるく働かせてしまい、やる気に応えられていない企業を指す造語」と述べている。西家ら[2021]によれば、働きがいを改善することは、企業業績にプラスに作用する。つまり、**働きがいを満たせなければ、企業業績にマイナスな作用をもたらす可能性がある**のだ。

第 2 に、日本企業の、ひいては日本経済の競争力の低下に拍車をかけってしまう可能性がある。日本全体の影響を考えると、**競争力の低下に拍車をかけよう**という問題があげられる。競争力について内閣府[2013]によると、日本政府は OECD の定義に従い、「国際的な競争にさらされる中で、企業が高い所得を生む能力」と定めている。そして高い所得を生むには、生産性と収益性が大切であるとし、解決策を模索している。しかし現状、競争力の低下に歯止めがかからない状態である。ここで生産物や成果などアウトプットの多いブラック企業を、その問題の真偽を鑑みず是正してしまえば、アウトプットをさらに低下させ日本の競争力を低下させることにつながってしまう。

1-4. グッドブラック企業という解決策

先述した通りハードワークを抑制すると、従業員というミクロな視点だけでなく、日本経済というマクロな視点においてもネガティブな影響がある。この問題は、従業員を強制的にハードワークに追い込む“悪い”企業も、従業員が意欲的にハードワークしている“良い”企業も、「ブラック企業」として十把一絡げにして非難されている現状により引き起こされている。

この現状を正すために、私たちは、従業員に強制的で過酷なハードワークを課している企業を**バッドブラック企業**、従業員が自ら意欲的にハードワークをこなしている企業を**グッドブラック企業**と定義付け、日本経済を先導していく力を持つグッドブラック企業を“**GOOD BLACK ファンド**”として抽出する。そして、グッドブラック企業が様々な側面で魅力のある企業であることを示す。

では、実際にグッドブラック企業にはどのような魅力が存在するのだろうか。ここでは、従業員、企業、日本経済の 3 つの観点から整理していく。

従業員の観点からみると、自社がブラック企業であると批判されることなく、成長機会を失う心配もなくなる。彼らは開拓精神や自立意識をもって働くことができる環境を得ることができるのだ。先のデータにもあったように、多くの若手従業員は常に成長機会を求めており、これは彼らの働きがいにもなってい

る。つまりグッドブラック企業は彼らが**活力をもって働くことのできる場**なのである。また、働きがいを持つことができるのは若手だけに限らない。吉川[2016]によれば、主体的に働くことはモチベーションを向上させることにつながる。さらに、自らパフォーマンスを上げる活動が動機づけられていれば、長期的にパフォーマンスを上げることができるとしている。つまり若手に限らず全従業員にとっても、グッドブラック企業は働きがいをもって働くことができる場なのである。

企業の観点からみると、自らの体制が悪と決めつけられることなく、**最大限のアウトプットを追求していく**ことができる。意欲的な従業員をサポートする環境を持つグッドブラック企業は、やる気のある従業員を新たに引き寄せ、さらなる成果を生み出すことができると考えられる。小菌・大内[2016]の研究データによると、「成長意欲をもつことは研修の効果を高めることにつながる」ということが明らかになっている。意欲的な従業員は高いアウトプットを生む力を持っており、彼らのような存在が企業内に増えることで、想定されるより多くのアウトプットを望めるのである。

日本経済の観点から考えると、目下の課題である**日本の競争力の低下**について、グッドブラック企業は解決に導く力を秘めている。前述したように、競争力とは「国際的な競争にさらされる中で、企業が高い所得を生む能力」である。つまり競争力を高めるために必要なのはアウトプットの追求なのだ。そして現状、日本企業を見ると、高い所得を生むことを第一に考え、さらに従業員を大切にするグッドブラック企業が存在する。国際競争力の低下を嘆く今こそ、ブラック企業の問題に向き合い、日本経済を牽引する存在であるグッドブラック企業を見極め、投資を行うことが必要不可欠である。

実際に GOOD BLACK ファンドがファンドとして高いパフォーマンスを発揮し、さらに従業員にとっても魅力的であることが明らかになれば、日本全体がグッドブラック企業のポテンシャルに気づくだろう。また、グッドブラック企業へと変化する企業が現れれば、従業員や企業のみならず日本全体の経済の活性化を推進していくと考える。

1-5. グッドブラックサイクル

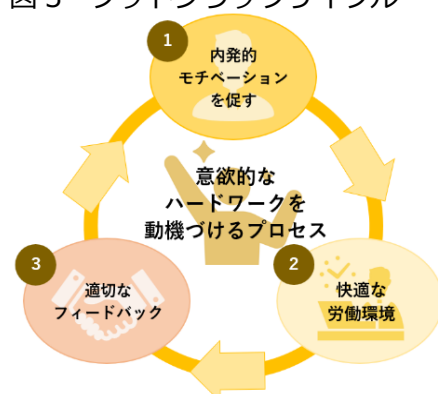
グッドブラック企業とバッドブラック企業を区分する判断基準は、**従業員が意欲的にハードワークしているか否か**である(図2)。では、グッドブラック企業はハードワークに対して前向きに踏み出せるような動機付けているのだろうか。私たちは、この動機付けのプロセスに一貫性があると考え。具体的には、グッドブラック企業は、**(1)従業員の内発的モチベーションを促し、(2)労働環境を整備し、(3)適切なフィードバックを行う**ことで、高い目標の達成に向けて意欲的にハードワークをこなすように動機付けるのである。このように彼らが自分の力を最大限発揮して、高いモチベーションを維持しながらハードワークに前向きに取り組めるよう動機付けるプロセスを**グッドブラックサイクル**と呼ぶ(図3)。

従業員がハードワークに前向きに取り組むことが出来るようになるためには、従業員のモチベーションを生み出す必要がある。志賀[2009]は、従業員の労働意欲を向上させるためには内発的モチベーション

図2 グッドブラック企業とバッドブラック企業



図3 グッドブラックサイクル



を重視する必要があることを指摘している。他方、川口[1968]では、劣悪な労働環境が労働意欲を低下させると言われている。従業員が高いモチベーションを維持するためには、多様性や安全性が確保された快適な労働環境を整備する必要がある。さらに、彼らの発揮する高いパフォーマンスに対して適切なフィードバックが行われていることで、さらなるモチベーションの向上を期待できる。安藤[2017]からも、フィードバックとして金銭的と非金銭的な報酬を組み合わせることによって、努力を引き出すための動機になることが分かる。

第2章 スクリーニング

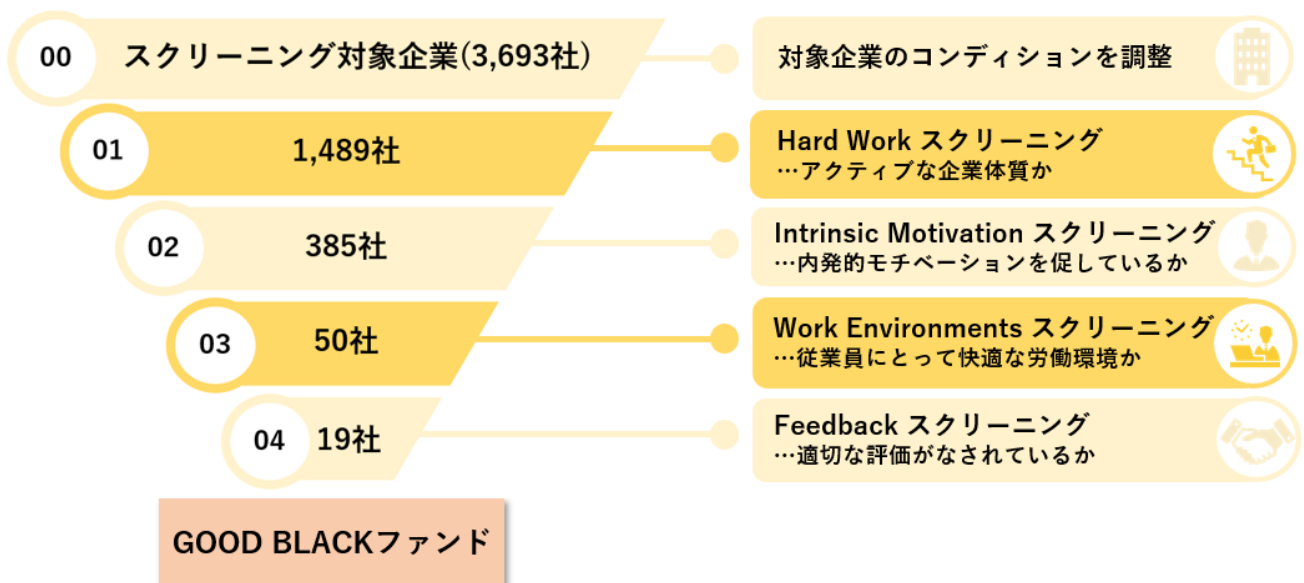
2-1. スクリーニング全体像

私たちは「グッドブラック企業」を選出すべく、図4のような4段階のスクリーニングを設定した。

まず、第1スクリーニング（Hard Work スクリーニング）では、ハードワークを行っている企業、すなわち一般的にブラック企業と認識されている企業を選出する。続いて、第2スクリーニング（Intrinsic Motivation スクリーニング）では、従業員の内発的モチベーションを促すことができる企業を選出する。そして、第3スクリーニング（Work Environments スクリーニング）では、快適な労働環境が整備されている企業を選出する。最後に、第4スクリーニング（Feedback スクリーニング）を実施する。ここでは従業員に対して、適切なフィードバックがなされているかを測る。以上の結果、グッドブラック企業を体現している企業として、最終ポートフォリオを構成する銘柄が19社選出された。構築したファンドは**GOOD BLACK ファンド**と呼ぶ。

本稿では、2022年11月末時点で上場しており、2021年12月から2022年11月までに財務諸表を公表している企業のうち、決算月数が12か月でない企業、東証業種分類において金融業に該当する企業を除いた、3,693社をスクリーニング対象とする。なおスクリーニングに使用する財務データは、日経NEEDS-Financial QUESTより取得している。

図4 スクリーニングプロセス



2-2. 第 1 スクリーニング : Hard Work

Hard Work スクリーニングでは、従業員がハードワークを行っている企業、すなわち世間一般に「**ブラック企業**」と認識されている企業を抽出する。具体的には、9 つの企業特性にもとづいて推計される期待従業員一人当たり売上高を推計し、実際の一人当たり売上高がこの期待値を上回れているかを測る。従業員がハードワークをこなしているのであれば、インプット量が大きく、その分アウトプット量が大きいと考えられる。つまり、ハードワークがなされているのであれば**期待従業員一人当たり売上高よりも高い売上高が達成される**はずである。

本稿では、表 1 の推定式にもとづき、期待従業員一人当たり売上高を推計する。表 1 の推定結果を見ると、総資産（自然対数）、負債比率、ROA は有意な正の値をとっている。これは、規模の大きい企業や負債で多くの資金を調達している企業ほど、従業員一人当たり売上高が高い傾向にあることを示唆している。また、収益性が高い企業ほど従業員一人当たり売上高が高い傾向がみられる。これに対して、従業員数（自然対数）、有形固定資産比率、現預金比率、企業の設立年数（自然対数）の係数は有意な負の値である。つまり、従業員数が多い企業や設立年数が長い企業ほど従業員一人当たり売上高は低い傾向にある。また有形固定資産を多く保有する企業や現金・預金といった流動資産の割合が高い企業ほど、従業員一人当たり売上高は低い傾向にあることも読み取れる。

次に、表 1 の推定結果をもとに期待従業員一人当たり売上高を推計し、実際の従業員一人当たり売上高との差を計測した。これに基づいて、従業員がハードワークをこなしているか否かを分類する。具体的には、実際の従業員一人当たり売上高が期待従業員一人当たり売上高よりも大きい場合に、従業員がハードワークをこなしているものと判定する。これらの分析を通して、Hard Work スクリーニングの結果、1,489 社が通過した。

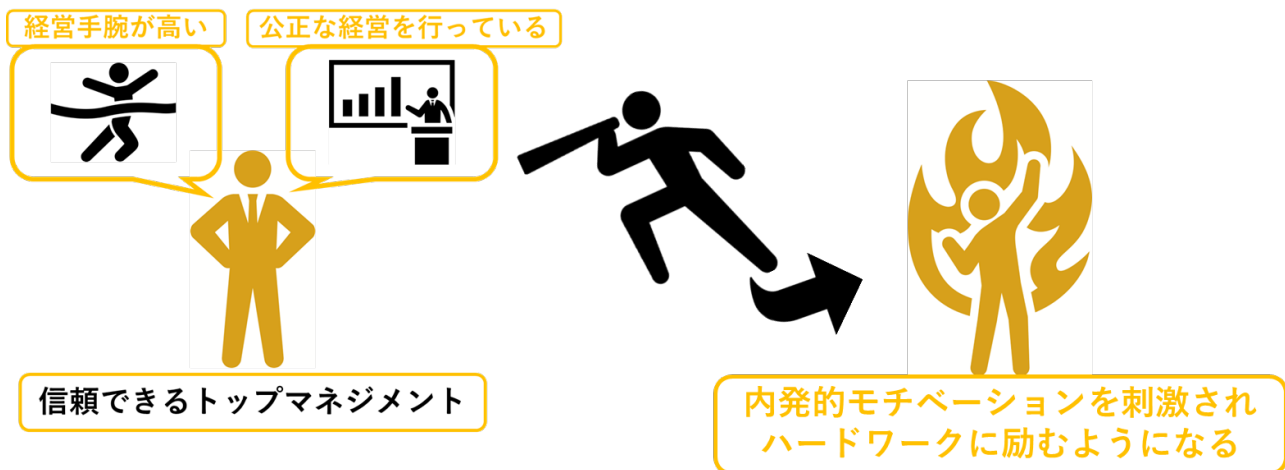
表 1 期待従業員一人当たり売上高の推計

【推定式】	
$SPE_i = \alpha + \beta_1 \ln(Emp)_i + \beta_2 \ln(Assets)_i + \beta_3 TFAR_i + \beta_4 DR_i + \beta_5 CDR_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 SGR_i + \beta_8 MS_i + \beta_9 \ln(Years)_i + \varepsilon_i$	
【変数】	
SPE_i : i 社の一人当たり売上高	$\ln(Emp)_i$: i 社の従業員数（自然対数値）
$\ln(Assets)_i$: i 社の総資産（自然対数値）	$TFAR_i$: i 社の有形固定資産比率
DR_i : i 社の負債比率	CDR_i : i 社の現預金比率
ROA_i : 総資産利益率	SGR_i : i 社の売上高成長率
MS_i : i 社の市場シェア率	$\ln(Years)_i$: i 社の設立年数（自然対数値）
【推定結果】 ***は有意水準 1%以下、**は有意水準 5%以下、*は有意水準 10%以下で有意である。	
$RPE_i = -66.699^{***} - 51.165^{***} \ln(Emp)_i + 46.159^{***} \ln(Assets)_i - 82.693^{***} TFAR_i + 63.867^{***} DR_i - 71.243^{***} CDR_i + 105.479^{***} ROA_i - 0.033 SGR_i + 53.648 MS_i - 3.893^{**} \ln(Years)_i$	

2-3. 第 2 スクリーニング : Intrinsic Motivation

Intrinsic Motivation スクリーニングでは、**従業員の内発的モチベーションを促すことができる企業**を選定する。従業員が、意欲的にハードワークするためには働く意義や働く楽しさを持つ必要がある。しかし、これらは初めから持っているものではない。私たちはこのような働く意義や働く楽しさは経営者から共鳴するものであると考える(図 5)。

図 5 第 2 スクリーニングのプロセス



では、従業員に働く楽しさなどを伝えられるトップマネジメントとは、どのような資質を持つ者なのか。私たちは**彼ら自身が働きがいを持っていること**と**彼らを信頼できること**の2点が必要であると考えた。経営者が信頼できる存在であれば、彼らの言動や働きざまに説得力が生まれる。そして共鳴した従業員がアクティブワーカーとして意欲的に働くことを促すことができるだろう。私たちはこの2つの資質それぞれを**経営手腕の高さ**と**経営の公正さ**で測る。

(1) 経営手腕の高さ

トップマネジメントが働く意義をもち、ハードワークを行うならば、前年比の事業活動の収益の増減の比率を示す売上高成長率は高い値をとるはずである。ただし、売上高は業種によってばらつきがあるため、それらを適正に判断するため産業調整を行う。具体的な計算方法は表2の通りである。

表 2 産業調整済売上高成長率

【産業調整済売上高成長率】	
$Adjusted\ SGR_{i,t} = \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} - \frac{specific\ S_t - specific\ S_{t-1}}{specific\ S_{t-1}}$	
【変数】	
$Adjusted\ SGR_{i,t}$: 産業調整済売上高成長率	$S_{i,t}$: 期末売上高
$specific\ S_t$: 業種別期末売上高の合計	

また、トップマネジメントが働く意義をもっているならば、意欲的な経営者予想をしながらもその予想を上回る純利益を出すためにハードワークをするだろう。トップマネジメントの経営手腕が高いならば、経営者予想を上回る当期純利益を計上するはずである。このことを踏まえ、予想に対する実測値の達成度合いを産業調整済予想達成度で測る。清水[2007]を参考に実績純利益を経営者予想で引いたものを総資産で除した予想達成度を算出する。ただし、経営者予想や純利益は業種との関係性も高いため、それらを適正に判断するため産業調整を行う。具体的な計算方法は表3の通りである。

表 3 産業調整済予想達成度

【産業調整済予想達成度】	
$Adjusted\ ACV_{i,t}^{NI} = \frac{Act_{i,t}^{NI} - MF_{i,t}^{NI}}{Assets_{i,t-1}} - \frac{specific\ Act_t^{NI} - specific\ MF_{i,t}^{NI}}{specific\ Assets_{i,t-1}}$	
【変数】	
$Adjusted\ ACV_{i,t}^{NI}$: 産業調整済予想達成度	$Act_{i,t}^{NI}$: 当期純利益の実測値
$MF_{i,t}^{NI}$: 当期純利益の期初経営者予想	$specific\ Act_t^{NI}$: 業種別当期純利益の実測値の合計
$specific\ MF_{i,t}^{NI}$: 業種別当期純利益の経営者期初 予想合計	$Assets_{i,t-1}$: t-1 期末総資産
$specific\ Assets_{t-1}$: 業種別 t-1 期末総資産合計	

(2) 経営の公正さ

従業員はより正確な企業実態を伝え、透明性を確保しようとするトップマネジメントのほうが信頼できるだろう。会社内部で透明性が確保されることは公正な経営が行われるために重要である。そのため私たちは、経営の公正さについて、**トップマネジメントが自身の利益を優先せず、企業実態に即した会計選択ができてい**かどうかで測定する。具体的には、利益の中で現金の裏付けのない部分を指す会計発生高を判断の指標とする。一般に会計利益は現金収入を伴うキャッシュフローと、発生主義会計におけるキャッシュの増減を伴わない会計発生高に大別される。後者の会計発生高については、トップマネジメントが自身の利益を優先して意図的に調整をする可能性がある。この裁量部分に相当するのが「裁量的会計発生高」であり、この値が小さいほどトップマネジメントによる利益操作は行われていないこと、企業実態に即した会計選択がなされていることを表しており、トップマネジメントが公正な経営を行っているといえる。裁量的会計発生高の測定には Jones[1991]をベースとして Dechow[1995]で開発された修正ジョーンズモデルを利用する。具体的には、表 4 の式を産業ごとに推計し、その残差の絶対値を裁量的会計発生高とする。

表 4 修正ジョーンズモデル

【非裁量的会計発生高】	
$\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{\Delta S_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \frac{TFA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$	
【変数】	
$TA_{i,t}$: 非裁量的会計発生高	$\Delta S_{i,t}$: t 期売上高の変化
$\Delta AR_{i,t}$: t 期売上債権の変化	$TFA_{i,t}$: t 期総有形固定資産
$Assets_{i,t-1}$: t-1 期末総資産	

利益を調整する方法は、実際の取引活動を変更して会計利益を調整する実体的裁量行動と上でも述べた会計方法を変更して会計利益を調整する会計的裁量行動に大別される。山口[2009]によれば、利益増加型の実体的裁量行動が企業の将来業績に悪影響を及ぼすことを実証しているという。企業価値を損なうような行動をとるトップマネジメントは従業員が信頼されないだろう。私たちはトップマネジメントの実体的裁量行動を裁量的費用で捉える。裁量的費用とは、トップマネジメントの裁量で調整可能な研究開発費や広告宣伝費などである。私たちは山口[2011]を参考に異常裁量的費用を推定した。具体的には、表 5 の式を産業ごとに推計し、その残差の絶対値を異常裁量的費用とする。

表 5 異常裁量的支出

【異常裁量的費用】	
$\frac{DE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{Assets_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} \right) + \delta_{i,t}$	
【変数】	
$DE_{i,t}$: 裁量的費用	$Assets_{i,t-1}$: t-1 期末総資産
$S_{i,t-1}$: t-1 期売上高	

表 6 のように、産業調整済売上高成長率、産業調整済予想達成度は十分位で処理し、降順に高い点数を付与する（それぞれ 10 点満点）。裁量的会計発生高と異常裁量的支出は十分位で処理し、昇順に高い点数をつける（それぞれ 10 点満点）。こうして 40 点満点で第 1 スクリーニングを通過した 1,489 社を対象に経営手腕の高さ、経営の公正さそれぞれの指標の半分以上である 10 点以上の会社を通過企業として、385 社が第 2 スクリーニングを通過した。

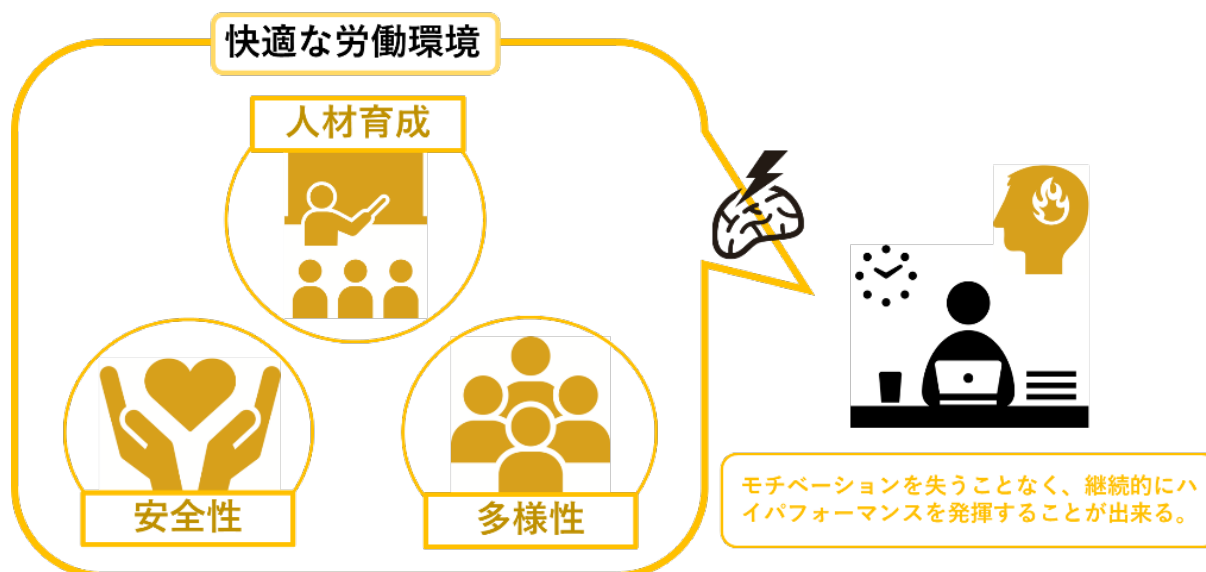
表 6 「Intrinsic Motivation」スクリーニング項目

観点	評価指標	点数
経営手腕の高さ	産業調整済売上高成長率	10 点
	産業調整済予想達成度	10 点
経営の公正さ	裁量的会計発生高	10 点
	異常裁量的支出	10 点

2-4. 第 3 スクリーニング : Work Environments

続いて Work Environments スクリーニングでは、**企業側に従業員の内発的モチベーションを維持できる環境が整っているのかを確認する**(図 6)。田中[2005]にも示されているように、従業員に対する環境の整備は、従業員のモチベーションに寄与する。つまり快適な労働環境を提供することは、従業員がトップマネジメントに誘発された意欲を失うことなく、高いパフォーマンスを発揮し続けることにつながると考えられる。

図 6 第 3 スクリーニングのコンセプト



(1) 安全性

労働環境の安全性とは、従業員の身体的な健康だけでなく、精神的な健康という側面も含んだものである²。安全性の評価を行うために二渡[2002]を参考に、企業の労働環境における労働災害の防止や健康向上が促される、**労働安全衛生マネジメントシステムの構築**がなされているかを確認した。そして健康が保護される安全な職場であれば、離職意識が低くなるという観点から、離職率の低さを見ることで職場が安全であるかを調査した。

(2) 人材育成

玄田ほか[2001]は、成果主義的な賃金制度の導入が労働意欲を高めるには、**労働開発の機会**を確保することが決定的に重要であると指摘している。つまり、従業員が意欲を持ち合わせていたとしても、個人のスキルアップなどの成長が見込まれなければその意欲は維持されない。他方、従業員が成長できると実感していれば**新卒定着率**が高くなると考えられる。また、企業が従業員を教育する意思があれば、従業員**1人当たりの人件費**が高くなると予想される。そこで、これら2つの指標を調査することで人材育成が最も活発な入社時期に満足のいくレベルの育成がされているかを判断した。

(3) 多様性

多様性が高い企業では、**誰でも活躍できる機会がある環境**が整っていると考える。永瀬・山谷[2012]では、本格的に女性が昇進していくためには働く時間ではなく仕事ぶりを評価してくれる上司や、制度をどこまで企業が構築できるかが必要とされると述べられている。このことから、女性を活躍させることのできる制度が構築されている企業は、**女性の役員割合**が高くなると示唆される。また、障がい者雇用に関して、工藤[2008]では、企業が職場での人権を擁護、障害を配慮して、能力を発揮しやすい雇用・就労条件や職場環境を構築していくことが重要であると述べられている。つまり、企業側に障がい者が安心して働ける労働環境が整っていれば、その企業の**障がい者比率**が高くなることが示唆される。

以降、定性指標に関しては eol と東洋経済 CSR 企業総覧を用いて収集する。これらの指標について、第2スクリーニングを通過した385社全てのデータを収集したのち、それぞれの指標で0~5点のスコアリングを行う。各観点で5点以上、つまり合計最低15点以上を獲得している企業を抽出した結果、第3スクリーニングを通過した企業は50社となった。指標は以下の通りである(表7)。

表7 「Work Environments」スクリーニング項目

観点	評価指標	点数
安全性	労働安全衛生マネジメントシステムの構築の有無	0 or 5 点
	離職率の低さ	0~5 点
多様性	女性役員割合の高さ	0~5 点
	障がい者比率の高さ	0~5 点
人材育成	新卒定着率の高さ	0~5 点
	従業員1人当たり人件費の高さ	0~5 点

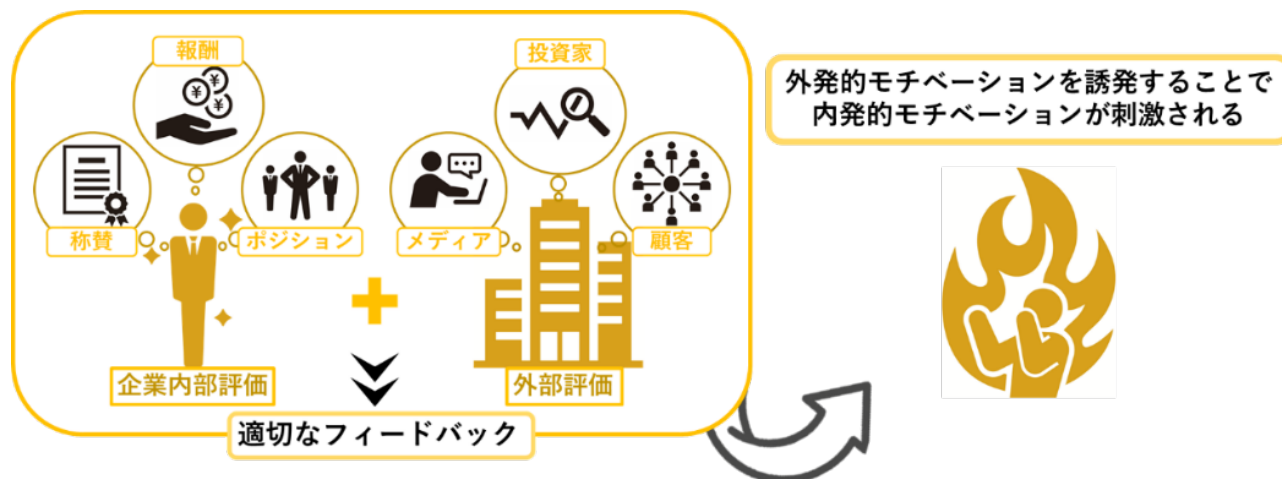
² 厚生労働省のホームページ

(https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/koyou_roudou/roudoukijun/anzen/index.html) より。

2-5. 第 4 スクリーニング : Feedback

Feedback スクリーニングでは、意欲的にハードワークを行っている従業員や企業に、適切な評価がなされているかを測定する(図 7)。企業内外からの適切なフィードバックが、外発的モチベーションを誘発することで、内発的モチベーションを刺激してハードワークを促進する。

図 7 第 4 スクリーニングのコンセプト



(1) 企業内部評価

まず企業内部の評価については、**報酬**、**ポジション**、**称賛**の 3 つの視点から、従業員に対するフィードバックが適切であるかを確認する。これらの視点は、古川[2003]を参考にモチベーションを生み出す要素である「覚醒」の心理状態に影響を与えると指摘されているものである。

第 1 に報酬については、企業の売上に基づいて従業員に公正なフィードバックが行われているかを検証する。検証方法として、企業の売上高の変化率に対して従業員の年収はどの程度変化するかを、以下の回帰モデルを用いて調査する。売上高の上昇に伴って給料も同様に上昇していれば、その企業は成果に見合った報酬という形で従業員に還元していると示唆される。 β を評価項目とし、 β の値を得る際には各企業の t 期から $t-9$ 期までのデータを収集し、合計 10 個のサンプルで推定を行った。具体的な計算方法は表 8 の通りである。

表 8 従業員の平均年収の変化率

【推定式】	
$\frac{AES_{i,t} - AES_{i,t-1}}{AES_{i,t-1}} = \alpha + \beta \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} + \varepsilon$	
【変数】	
$AES_{i,t}$: t 期の従業員の平均年収	$S_{i,t}$: t 期の売上高

第 2 のポジションについては、**年齢に関係なく、労働の業績に基づいた評価**が行われているかを確認する。これについては役員の経歴を調べ、**就任時の年齢が 50 歳未満**の役員人数をカウントすることで検証する。平均年齢を下回っていれば、従来の年功序列制度に固執しておらず、適切な“地位”をフィードバックしているといえる。全上場企業を対象に行われた調査にて、役員の平均年齢が 59.6 歳であったことから、50 歳という基準に設定する³。

³ 東洋経済オンライン (<https://toyokeizai.net/articles/-/7668/>) より。

第 3 の称賛については**多様な称賛**が従業員の成果に対して行われているかを重視する。大橋ら[2006]は「人間は特別に注目され、人間的・社会的存在として扱われるなら、労働条件の悪い場合でも自主的自発的にやる気を出し、仕事に取り組む」というホーソン効果を指摘している。称賛を受けることはまさに労働に対して価値を認められるという欲求を満たすという意味で、フィードバックの一つの指標として位置づけられる。CSR 企業総覧を参照し、企業内の従業員に対する**表彰の種類と回数**を評価基準とする。

(2) 外部評価

次に企業外部からの評価に関しては、投資家、顧客、メディアの 3 つの立場から測った。第 1 に、**投資家**からの視点について、主要なステークホルダーである投資家が高い評価をしていれば、結果的に株価が上昇すると考えられる。そこで SPEEDA を用いて、2021 年 12 月 1 日から 2022 年 11 月 30 日までの株価の上昇率を調査した。第 2 に、**顧客**からの視点について考える。顧客からの評価が高ければその商品、サービスは世に多く出回り、市場シェア率が高くなるとした。第 3 に、**メディア**からの視点から測る。張・松原[2008]で述べられているように、株価変動と相関性のある新聞記事内容を指標とした。調査方法としては、日経テレコンを用いてポジティブなニュース数をカウントし評価した。以上より、株価の上昇率が高く顧客からのニーズもあり、そのことがポジティブな印象を与えている企業は、外部からの評価が高く、彼らの取り組みに対し適切な評価が行われていると示唆される。

以上の 6 つの定性・定量指標を用いて、スコアリングによるスクリーニングを行った(表 9)。スコアリングでは、第 3 スクリーニングと同様に、対象企業 50 社のデータを全て取得した後、0 若しくは 1~10 点を付けて評価した。その結果、合計 30 点中、中央値の 15 点以上の企業 19 社が抽出された。

表 9 「適切な評価」スコアリング項目

観点	対象	評価項目	基準
企業内部評価	報酬	売上高の変化率に対する 従業員の平均年収の変化率	1~10 点
	ポジション	役員の経歴(就任時の年齢が 50 歳未満)	0~10 点
	称賛	表彰制度の数	0~10 点
外部評価	投資家	株価の上昇率	1~10 点
	顧客	市場シェア率	1~10 点
	メディア	新聞記事のポジティブなニュース数	1~10 点

第 3 章 投資比率の決定

本稿では、4 段階のスクリーニングを経て、グッドブラック企業として選出された 19 社により、ポートフォリオを構成する。私たちは、まずハリー・マーコウィッツの提唱する平均分散モデルにもとづく、最適ポートフォリオを構築した。最適ポートフォリオ⁴とは投資可能な銘柄の期待収益率、及び分散共分散行列を所与として、目標期待収益率を達成するポートフォリオの中で、分散を最小にするものである。株価データには、2018 年 12 月から 2023 年 11 月の 5 年間の月次終値を用いる。具体的な導出方法は表

⁴ 投資対象となる銘柄が 19 種類存在し、各銘柄の収益性 $r = (r_1, r_2, \dots, r_{19})$ が確率変数ベクトルとして与えられたとして、その期待収益性ベクトルを $\mu = (\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_{19})$ 、 19×19 の共分散行列を Σ と表す。各銘柄への投資比率をポートフォリオベクトル $\omega = (\omega_1, \omega_2, \dots, \omega_{19})$ で表すと、このポートフォリオの期待収益率は $\omega^T \mu$ 、分散は $\omega^T \Sigma \omega$ となる。最適ポートフォリオは次の最適化問題の解として与えられる。

$$\min_{\omega} \omega^T \Sigma \omega \quad \text{s.t.} \quad \omega^T \mu = \bar{\mu} \quad \omega^T \mathbf{1} = 1$$

10 の通りである⁵。

表 10 ハリー・マーコウィッツの平均分散モデルの導出

【平均分散モデル】	
$\omega^* = \frac{1}{2} \Sigma^{-1} (\delta_1 \mu + \delta_2 \mathbf{1})$	
【変数】	
ω^* : 各銘柄への投資比率	μ : 期待収益率ベクトル

分析の結果、投資比率に大きな偏りのあるポートフォリオとなった。しかし、私たちの目的は、「**グッドブラックサイクルに基づき、持続的にハードワークを行える企業**」たるグッドブラック企業に投資することである。4段階のスクリーニングを経て選出された 19 社は、その全てが投資対象として相応しい企業である。最適ポートフォリオだけでは、一部の企業に配分が集中してしまう。そのため、グッドブラックサイクルが反映されるスクリーニングによる分析結果をポートフォリオの配分の決定にも用いることとする。第 2 スクリーニングのスコア (40 点満点) と第 3 スクリーニングのスコア (30 点満点) と第 4 スクリーニングのスコア (60 点満点) を同じ得点に換算し、合計したものを 100 点満点とする。その上で、各銘柄のスコアを投資銘柄 19 社のスコアの合計で除し、100 を掛け、比率を決定する。

本稿では、投資額 500 万円の内、250 万円を平均分散モデルにならい、残り 250 万円をスコアに応じてそれぞれ配分して、投資比率を決定した。スコアや最終的な投資比率は表 11 に示してある。私たちはこのポートフォリオを“GOOD BLACK ファンド”と名付ける。

表 11 GOOD BLACK ファンドの内訳

証券コード	企業名	総合スコア	投資比率
6981	株式会社村田製作所	66.11	9.93%
9749	富士ソフト株式会社	70.00	9.75%
9531	東京瓦斯株式会社	80.28	9.32%
9064	ヤマトホールディングス株式会社	60.00	8.82%
1605	株式会社 INPEX	70.28	5.87%
9069	センコーグループホールディングス株式会社	68.61	5.86%
2809	キューピー株式会社	72.78	5.34%
5019	出光興産株式会社	72.50	5.30%
7261	マツダ株式会社	75.56	4.83%
2267	株式会社ヤクルト本社	70.56	4.35%
2331	総合警備保障株式会社	64.17	4.08%
9936	株式会社王将フードサービス	63.89	4.05%
8233	株式会社高島屋	69.17	3.91%
7974	任天堂株式会社	66.67	3.88%
6963	ローム株式会社	68.06	3.39%
6724	セイコーエプソン株式会社	79.17	3.02%
8227	株式会社しまむら	71.39	3.01%
2897	日清食品ホールディングス株式会社	65.28	2.75%
7532	株式会社パン・パシフィック・インターナショナル ホールディングス	63.61	2.53%

⁵ 期待収益率ベクトル μ とベクトル $\mathbf{1}$ を δ_1 と δ_2 の比率で組み合わせたあとで共分散行列 Σ の逆行列で変換することによって最適ポートフォリオが得られる。

第 4 章 投資家へのアピール

4-1. 銘柄紹介

本節では、グッドブラック企業として選出した企業の、従業員の意欲を引き出しているポイントと、最終投資比率・投資額を紹介する。以下の 19 社は、これからの日本経済をけん引していくと大いに期待できる企業である。GOOD BLACK ファンドでは、多様な業種に属する企業が、様々な企業内制度や取り組みを駆使して**従業員が生き生きと意欲的に働くことができるような職場環境づくり**に尽力している。銘柄紹介を通して、その魅力的な取り組みや、各企業が誇る強みをぜひ見ていただきたい。

表 12 「GOOD BLACK ファンド 銘柄紹介」

証券コード	企業名
6981	株式会社村田製作所
	「独自の製品を供給して文化の発展に貢献する」という社是を胸に、スマートフォンや PC 等の身近なあらゆる電子機器向けの最先端で独自の電子部品を提供。幅広い製品群で高い世界シェアを誇る。ES（仕事を通じて従業員一人ひとりがやりがいを感じ成長し続けること）を経営における大切な価値観におき、従業員満足度やニーズの把握のために実施されたグローバルサーベイの結果を踏まえ、組織風土の改善を推進。従業員と役員のパネルディスカッション等を通して従業員が共感し、納得感を持って実践できる組織風土の醸成に取り組んでいる。
9749	富士ソフト株式会社
	通信インフラ、社会インフラ、機械制御などの組み込み系ソフトウェア開発の他、業務系ソフトウェア開発やネットビジネスソリューションに至るまで、幅広くシステム開発の技術力を提供している。人材育成に関しては、“AIS-CRM”を重点技術と位置づけ、先進技術へ果敢な取り組みを行っている。また、女性の活躍できる環境作りを行い「えるぼし認定」の最高位を認定取得しており、自社製品を用いたテレワークが行えるなどの強みを生かした、ワークライフバランスの向上を目指している。
9531	東京瓦斯株式会社
	かけがえのない自然を大切に資源・エネルギーの環境に調和した利用により、地域と地球保全を積極的に推進し社会の持続的発展に貢献している。人的資本経営については、経営戦略とマッチした人員計画や事業変化への対応力強化などで「戦略的人員配置」を行い、DE&I の取り組みで「多様性」を力にしたり、自律的キャリア形成支援などで「挑戦による成長」を促したりと、持続的な企業価値向上の実現のために強気な経営姿勢が見受けられる。
9064	ヤマトホールディングス株式会社
	社会的インフラとしての宅急便ネットワークの高度化、より便利で快適な生活関連サービスの創造、革新的な物流システムの開発を通じて、豊かな社会の実現に貢献している。多様な人材が活躍する風土と職場環境づくりのために、誰一人取り残さない社会の実現への貢献として「YAMATO NEXT100」や「ユニバーサルマナー検定ヤマトグループオリジナル版」などの取り組みを行い、従業員のみではなく顧客にも焦点を当てた環境づくりや教育制度が見受けられる。
1605	株式会社 INPEX

油・天然ガスの探鉱・開発・生産等の上流事業を中心に発展。「最高に働きがいのある会社の実現」をマテリアリティと認識しており、やりがいや納得感を醸成するための制度運用や従業員の成長支援、Well-being のニーズに応える職場づくりに取り組んでいる。人材育成という面では一般社員・幹部社員をそれぞれ対象とした選抜型次世代育成プログラムを日本とオーストラリアでスタートさせる等独自の高度なカリキュラムを充実させている。	
9069	センコーグループホールディングス株式会社
成長基盤である「物流事業」を核として、グループシナジーを生かした社会インパクトのある多様な事業を展開。人を育てる企業グループの実現に向けて、個性と能力を最大限発揮できる人材を育成する方針のもと、自分らしくいきいきと働ける職場環境づくりに努める。その一環として能力開発機会を充実させている。具体的には、物流技術をさらに高度化・伝承するための、交通安全・物流教育施設「クレフィール湖東」の開設・運営や、最先端のナレッジとスキルを獲得するための企業内大学「センコー・ユニバーシティ」を開学する等、人的資本の強化を積極的に行っている。	
2809	キューピー株式会社
マヨネーズソースを始めとしたソースや食品を製造・販売し、内食・中食・外食すべての食シーンと育児食から介護食まで幅広い年代をターゲットに商品を提供する食品メーカー。「多様な人材が活躍できる仕組みづくり」に取り組む中で、「一步踏み込んだ厳しさを持ち、プロとしての仕事を楽しむこと」を”従業員への期待”として明文化し、そのうえで”働きがい”と”自己成長の実感”を重視し、従業員と会社の双方向コミュニケーションを実践している。若手従業員と経営層の意見交換や相談窓口の設置など様々な形で風通しの良い魅力的な会社づくりを行う。	
5019	出光興産株式会社
燃料油、潤滑油、アスファルト、石油・ガス開発、再生可能エネルギー、石炭、石油化学、電子材料などの事業をグローバルに展開。特に燃料油は第2位の国内シェアを誇る。「従業員の成長・やりがいの最大化」をマテリアリティと認識し、インナーコミュニケーションの活性化に取り組んでいる。全社的な課題に対して経営層と従業員が直接対話する「Next フォーラム」や、従業員アルバムの作成等により、「Open・Flat・Agile」な企業風土醸成の推進に取り組む。	
7261	マツダ株式会社
「人と共に創る」という価値観のもと、130以上の国と地域において乗用車の製造や乗用車・トラックの販売などを手掛ける。2021年に「働きがいの向上」をマテリアリティとして特定し、グループ全体の人事施策推進体制の整備や、ダイバーシティの実現に取り組む。特にグローバルな人材育成・交流に力を入れており、海外ビジネス経験を提供する「短期人材交流プログラム」やものづくりの人材を育成する「マツダ工業技術短期大学校」等、意識の高さがうかがえる。	
2267	株式会社ヤクルト本社
社会的インフラとしての宅急便ネットワークの高度化、より便利で快適な生活関連サービスの創造、革新的な物流システムの開発を通じて、豊かな社会の実現に貢献している。多様な人材が活躍する風土と職場環境づくりのために、誰一人取り残さない社会の実現への貢献として「YAMATO NEXT100」や「ユニバーサルマナー検定ヤマトグループオリジナル版」などの取り組みを行い、従業員のみではなく顧客にも焦点を当てた環境づくりや教育制度が見受けられる。	
2331	総合警備保障株式会社

<p>「ありがとうの心」と「武士の精神」をもって社業を推進し、顧客と社会の安全と安心の確保のために最善を尽くしている。充実した教育・訓練の場に加えて、「プラチナホリデー」や「ALSOK サポートライン」等を通じて働きやすい職場づくりに取り組んでいる。また、従業員に対してのみならず地域社会に対しても「ALSOK あんしん教室」や「ほっとらいふ講座、女性向け防犯セミナー」などの実施によって、本業を生かした地域貢献活動を行っている。</p>	
9936	株式会社王将フードサービス
<p>「安心・安全で、美味しく、健康的」な商品、サービスを提供し、日々の暮らしを豊かにすることを願うという創業精神を持ち続け、そのために食材の国産化を推進し、創意工夫を凝らした価値ある料理を提供している。従来から人的資本への投資を積極的に行い「人材育成戦略」に注力しており、ES の評価水準も KPI として設定することで ES の継続的な上昇を目指している。「地域限定・短時間社員」を導入し、多様な働き方の実現や女性の活躍を推進する動きがみられる。</p>	
8233	株式会社高島屋
<p>誠実な企業活動を通じて、ステークホルダーに対して、信じ、愛し、つくすところを大切にすることにより、人々が輝き続けられる社会に貢献している。企業内部では「従業員エンゲージメント」の可視化や「職務基準書」を整備し、一人ひとりの個性と意欲を尊重した人材育成を目指している。また、無意識的で些細な行動によってモチベーションを低下させかねない「アンコンシャス・バイアス」の改善に向けて、教育が実施され多様性を認める職場環境づくりがなされている。</p>	
7974	任天堂株式会社
<p>ホームエンターテインメントの分野で、健全な企業経営を維持しつつ世界のユーザーへかつて経験したことのない楽しさ、面白さを持った新しい娯楽を創造し提供する事を目指している。企業内部に関しては、「社員一人ひとりが力を発揮できる環境づくり」に重きを置いており、国連の原則に基づいた「任天堂人権方針」や、どのような個性も受け入れる「パートナーシップ制度」を導入することで多様性を実現し、お互いが尊重し合う職場環境を作るための情報発信が行われている。</p>	
6963	ローム株式会社
<p>常に“品質第一”をモットーに、業界水準より一ケタ高い保証率を追求し、徹底した品質管理と信頼度管理を行いながら、ものづくりを続けている。高度な専門スキルを持ち合わせている「スペシャリスト職制度」などによる人的資本経営への取り組みや、「エンゲージメントサーベイ」「社長との座談会」の実施による従業員エンゲージメントの強化、「ダイバーシティ&インクルージョンの推進」による人材の多様性など、様々な分野において意識が高い。</p>	
6724	セイコーエプソン株式会社
<p>「省・小・精（省エネ・コンパクト・精緻）」の技術を生かしたインクジェットプリンターや、プロジェクター等の精密機器を手掛け、グローバルシェアはトップクラスを誇る。従業員がいきいきと活発に働ける企業を目指し、「ステークホルダーエンゲージメントの向上」をサステナビリティ重要課題のひとつに位置づけ、組織風土改革に力を入れている。風通しの良い自由闊達なコミュニケーションに向けた対話会や組織風土アセスメントを実施し、組織風土に対する満足度は 92.7%を獲得。</p>	
8227	株式会社しまむら
<p>しまむらグループは、ファッションが身近に感じられる商品を求めやすい価格で提供し、手軽に買い物ができる店舗を全国に展開することで、生活文化の向上に貢献している。従業員に対しても、フルタイムで働けないパート社員でも時間シフト制による「M 社員制度」などを取り入れることで、ワークライ</p>	

フバランスと多様性に考慮した独自の雇用制度がある。それに加え、2020 年から女性社員が活躍できる労働環境の仕組みづくりを毎年行っている。

2897

日清食品ホールディングス株式会社

さまざまな「食」の可能性を追求し、夢のあるおいしさを想像していく。さらに、人類を「食」の楽しみや喜びで満たすことを通じて、社会や地球に貢献する。また「EARTH FOOD CREATOR」をグループ理念として、新しい食の文化を創造し続け、環境・社会課題を解決し、持続的成長を目指している。そのために、「NBX：NISSIN Business Transformation」を全社活動テーマに掲げ、事業構造改革の推進だけでなく、人材育成やスキル向上によるモチベーションの増加も期待できる体制が整っている。

7532

株式会社パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス

ドン・キホーテを代表とする総合小売業や独自電子マネー「majica」と連動した金融事業等、幅広いグループ経営を行う。最大のコアバリューを人財とし、働きやすさと働きがいと両立する企業グループを目指す。ダイバーシティ・マネジメントを推進する「DM 委員会」や、「労働環境改善チーム」を立ち上げ、すべての従業員が安心して全力で働ける組織づくりに努める。特に女性活躍推進に取り組んでおり、2030 年までに女性店長 100 名輩出に向けた取り組みや、拡大事業所内保育所「ドンキッズ」の開設等がある。

4-2. フィールドワーク

GOOD BLACK ファンドの 19 社を選出する過程で使用したデータは、財務情報や、企業がステークホルダー向けに公開している統合報告書、サステナビリティレポート等の限られたものであり、私たちが注目する“従業員”の声を反映させることは困難である。そこでフィールドワークを実施し、グッドブラックサイクルに基づく質問をさせていただくことで、選出した企業で実際に働いている従業員の方々が意欲的にハードワークできる労働環境が整備されているか、従業員の目線からみる企業風土や、それをつくるトップマネジメントの姿勢など、働いているからこそわかるリアルな声を調査した。ご協力いただいた 4 社の詳細なヒアリング結果は以下の通りである。

センコーグループホールディングス株式会社【対面】

日時

12月19日(火)

ご担当者様

広報室 吉村様

訪問者

伊藤・斉藤・武下・室井



1.モチベーション向上に効果的な取り組み

「チェンジ&チャレンジ」というキャッチフレーズを現社長の福田氏が就任当初から掲げ続け、年に 2 回ある式典で従業員に共有している。また、年に 1, 2 回行われている社長と従業員の対談で若い世代に社長の考えを伝え、経営観を育てている。これは社内報にて全従業員に共有されている。

「未来プロジェクト」というプロジェクトでは、会社の未来について話し合う機会が提供されている。この場では経営観が養われることに加え、異なる部門の若手が集うことにより新たなコミュニケーションが生まれている。従業員側もこれらの取り組みを通して社長に親しみやすさを感じることができており、企業全体に一体感が生まれている。

2.意欲的にハードワークできる環境が整備されている要因

前述した社内報での対談では、毎回多様なテーマが設定される。例えば“女性ドライバー”や“中途採用者”の従業員を集めた回などを設け、彼らの意見を実際に経営にも取り入れながら、誰もが働きやすい環境づくりを進めている。この対談は、非常に好評で、社外取締役においても女性を複数採用し、彼女らの


視点を大切にしている。性別に偏りがある議論よりも、女性がいると、多様な角度からの意見が取り入れられるため、より議論も活発になっている。

また、物流技術をさらに高めていくために「クレフィール湖東」という独自の研修施設を設立した。これも、現社長の福田氏が若いころに研修施設があれば、と感じた経験を活かしたアイデアである。物流の現場で働く社員が、5年に1回定期的に研修を受けることができる。この施設では雨天でのぬかるんだ道路や急ブレーキを踏むなど、非日常的なシチュエーションが用意されており、万全な運転技術を得たのちに配達業務を行うことができる。

3.その他魅力ポイント

「センコーユニバーシティ」という社内大学を設立し、プロフェッショナルな人材を育てている。普段の業務をこなしつつスキルアップを目指すため、参加する多くの社員はハードであることを承知の上で、自己の大きな成長を求めて通っている。このように、「会社の基本は人である」という考えを常に軸として、意欲的な、野心をもつ従業員を育てる取り組みが多く行われている。

出光興産株式会社【対面】

日時	12月19日(火)	
ご担当者様	経営企画部サステナビリティ戦略室 内田様・河口様	
訪問者	伊藤・斉藤・武下・室井	

1.モチベーション向上に効果的な取り組み

年に1回「やりがい調査」を行っており、社員と経営層が組織としての一体感を持ち合っているかをモニタリングしている。低いスコアに関しては原因を追究し、早急に対策を練る姿勢をとっている。例えば、近年ではこの調査から両者間の信頼関係構築に課題があることが明らかになり、両者が直接対話することができる「タウンホールミーティング」という制度を取り入れることで、風通しのいい組織を目指している。

2.意欲的にハードワークできる環境が整備されている要因

創業者である出光佐三氏の「人間尊重」という言葉通り、人中心の経営を行っている。出光興産株式会社では、事業柄、男性が多く就業していたが、女性活躍推進の取り組みも先進的に行っていた昭和シェル石油株式会社と統合した背景もあり、女性が働きやすい環境をさらに積極的に整えている。

また、社員と経営者が直接対話することができるタウンホールミーティングにおいて、海外拠点の社員との対話活性化のため同時通訳を取り入れるなどの工夫も試みている。このように様々なバックグラウンド、性別、年齢層がいる多様な環境で、新しい価値観や考えを経営方針に取り入れている。

3.その他魅力ポイント

一人一人のやりたいことを実現できる環境を整えている。「キャリアプラン」を考える機会が設置されており、将来自分がどうありたいかを想像し、自分を見つめ直すきっかけができる。

また、このような相談を行うことができるライフキャリアコンサルタントを配属している、「ライフキャリアサポートセンター」という人事部とは別の組織として独立させることで、利用者がキャリアへの影響を懸念する必要がなく、気軽に働く上での悩みや不安のはげ口として大いに活用することができる。

ヤマト運輸株式会社【書面】		NO IMAGE
日時	12月11日(月)	
ご担当者様	採用担当 山口様	
1.モチベーション向上に効果的な取り組み		
<p>働きやすさと働きがい高める組織風土の醸成として、「職場ディスカッション」に2018年から取り組んでいる。従業員の多様な考え方・価値観を尊重し合う職場づくりを目指し、経営方針や経営戦略を理解し、職場の社員に伝え具体的行動に反映させることが、重要視されている。参加者の感想として、「業務役職者の役割理解が深まった」「自身の行動を振り返り、気づきがあった」という声が上がっている。</p>		
2.意欲的にハードワーク出来る環境が整備できている要因		
<p>社訓である「全員経営」は社員一人ひとりがヤマトを代表しているという意識をもって、お客様やパートナーと接し、自ら考えて行動してほしい、という思いを表している。その社訓を浸透する制度や職場体制が作られていることで、従業員一人ひとりが自ら意欲的に働けることにつながっている。</p>		
3.その他魅力ポイント		
<p>労働環境についての施策について、男性の育休取得を更に向上させるため、社内報で実際に取得した社員やその職場のインタビューを掲載する等、施策の周知及び利用促進を目的とした取り組みを行っている。また、多様な表彰制度が設定されており、企業理念の体現や顧客のことを考えて業務をする日々の積み重ねが成果となり表彰されている。そのような表彰対象として選ばれることはうれしさや周囲への感謝、その後の業務への更なるモチベーションの高まりにつながると感じている。</p>		

王将株式会社【書面】		NO IMAGE
日時	12月19日(火)	
ご担当者様	広報IR部 加藤様	
1.モチベーション向上に効果的な取り組み		
<p>以前から株主還元や顧客満足度の向上に注力しているが、これらを実現するうえで起点となる従業員満足度の向上を重視し、人的資本への投資を積極的に進めている。好業績が続いている中、全従業員に十分な還元をしたいとの思いから、賞与の引き上げを実施した。これとは別途に、コロナ禍における従業員の頑張りに報いるため、コロナ関連支給金を支給している。</p>		
2.意欲的にハードワーク出来る環境が整備できている要因		
<p>人的資本への投資とは必ずしも金銭的なものではない。例えば、店舗での活動に対する研修・育成では、「王将アカデミー」を設立し、対面とオンラインで「調理研修」や「接客研修」を実施している。このように人への投資に力を入れることで、情熱をもって当社で働きたいという人材が増え、採用環境も改善し、結果、人が作る価値がさらに拡大し、すべてのステークホルダーに波及するという好循環を生んでいる。</p>		

4-3. ポートフォリオ分析

本分析では、GOOD BLACK ファンドのリスク・リターンに関する考察を行う。この分析を通じて、投資パフォーマンスを測定し、スクリーニングの正当性を示す。期間は、2022年12月から2023年11月の1年間であり、この期間にGOOD BLACK ファンドを保持した場合のパフォーマンスについて各種

指標を算定する。ここでは比較対象として、我が国における代表的なベンチマークである TOPIX と、日経 225 を採用する。

図 8 累積リターン (%) の推移

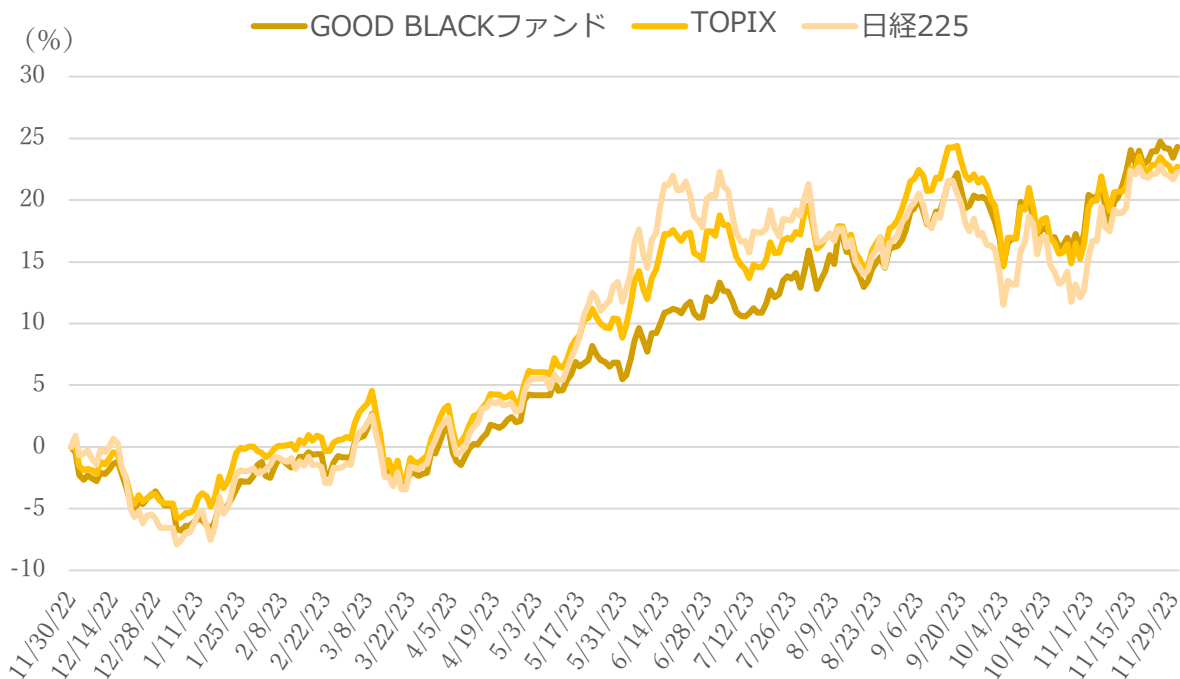


表 13 パフォーマンス比較

評価指標	GOOD BLACK ファンド	TOPIX	日経 225
累積リターン (%)	24.32	22.68	22.28
日率平均リターン (%、年率)	37.12	34.82	34.79
リスク (年率)	12.72	13.59	15.72
ダウサイドリスク (年率)	9.18	9.89	11.35
VaR (95%)	-1.25	-1.38	-1.67
シャープレシオ (年率)	1.99	1.76	1.52
ソルティノレシオ (年率)	1.96	1.73	1.49

まず累積リターンは、GOOD BLACK ファンドがベンチマークを上回る結果を示している（図 8、表 13）。これは、グッドブラック企業が業績を伸ばし、それが市場にもプラスに評価されていることを示している。

また、リスクは GOOD BLACK ファンドがベンチマークを下回る結果を示している。これはグッドブラック企業が、TOPIX や日経 225 の企業よりも、不確実性の少ない企業だということが見てとれる。ダウンサイドリスクについても低い値である。そのため、投資家が危惧するマイナスとなるリスクは、ベンチマークに比べて低いといえる。

リスクとリターンの結果より GOOD BLACK ファンドは**ローリスク・ハイリターン**だと示された。リスクに対して効率的にリターンを稼ぐ力を見るシャープレシオについてもベンチマークを大きく上回る結果となった。また投資家が実際にリスクと認識する下落局面の変動のみを用いるソルティノレシオもシャープレシオと同様の結果となった。すなわち GOOD BLACK ファンドは**投資家が捉えるリスクに対してより高いリターンが期待できる**。

しかし、リスク・リターン分析では GOOD BLACK ファンドが**なぜ超過リターンを得られているか**を

明らかにできていない。そこでパフォーマンス要因分析を行うことによってその点を明らかにしていく。Bloomberg Terminal を用いて TOPIX に対する超過リターンを業種選択要因と銘柄選択要因に分解する。業種選択要因と銘柄選択要因の算出方法は図 9、要因分析の結果は表 14 に示している。

図 9 業種選択要因と銘柄選択要因

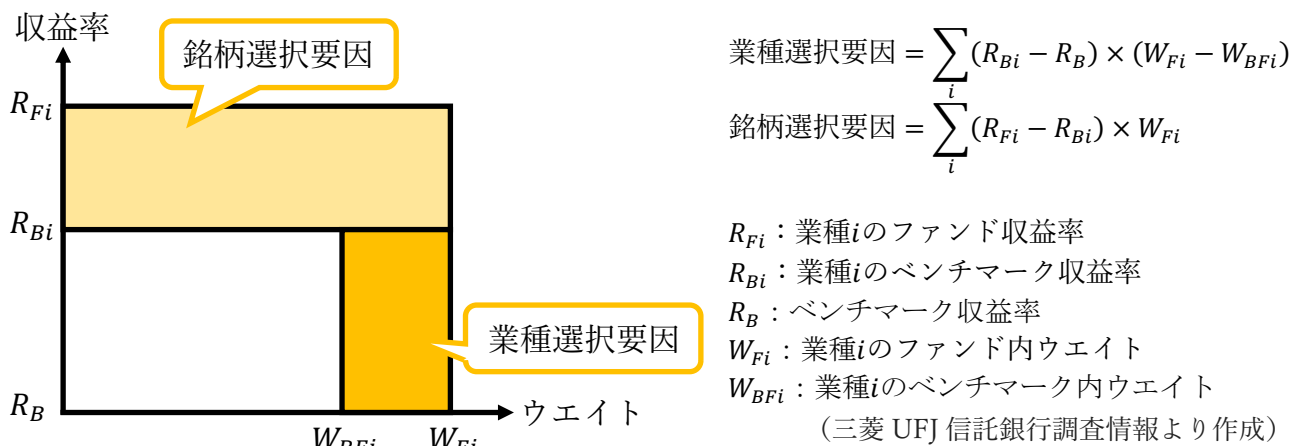


表 14 パフォーマンス要因分析の結果

東証業種分類	業種選択要因	銘柄選択要因	東証業種分類	業種選択要因	銘柄選択要因
水産・農林	0.00%	0.00%	精密機器	+0.30%	0.00%
鉱業	0.00%	+0.01%	その他製品	-0.04%	+0.13%
建設	0.00%	0.00%	電気・ガス	0.00%	+0.29%
食料品	+0.02%	-2.01%	陸運	-0.54%	+1.20%
繊維製品	+0.03%	0.00%	海運	-0.34%	0.00%
パルプ・紙	-0.00%	0.00%	空運	+0.06%	0.00%
化学	+0.25%	0.00%	倉庫・輸送関連	-0.04%	0.00%
医薬品	+0.91%	0.00%	情報・通信	+0.02%	+2.49%
石油・石炭製品	+0.66%	+0.04%	卸売業	-0.69%	0.00%
ゴム製品	-0.04%	0.00%	小売	-0.89%	+1.62%
ガラス・土器製品	+0.01%	0.00%	銀行	0.00%	0.00%
鉄鋼	-0.27%	0.00%	証券・先物取引	0.00%	0.00%
非鉄金属	+0.06%	0.00%	保険	0.00%	0.00%
金属製品	+0.02%	0.00%	その他金融	0.00%	0.00%
機械	-0.12%	0.00%	不動産	+0.21%	0.00%
電気機器	-0.37%	-1.32%	サービス業	+0.26%	+0.21%
輸送用機器	-0.13%	+0.68%	合計	-0.54%	+2.18%

GOOD BLACK ファンドの超過リターン+1.63%の内訳は、業種選択要因が-0.54%、銘柄選択要因が+2.18%ということから**超過リターンの大部分は銘柄選択要因**によるものであるということが分かる(表 14)。では、業種選択要因、銘柄選択要因の値はそれぞれの業種の影響によるものなのかをさらに詳しく分析していく。まず業種選択要因-0.54%の内訳をみると、医薬品+0.91%、石油・石炭製品+0.66%の順に超過リターンに寄与している。GOOD BLACK ファンドでは、石油・石炭製品において TOPIX に

比べて大きなウェイトを置いている。しかし、陸運-0.54%や電気機器-0.37%の順に負の値をとる業種が複数あることが響き、結果的にマイナスとなった。続いて、銘柄選択要因を見てみると、全体として+2.18%となっているが、その内訳は、情報通信+2.49%が最も高く、小売+1.62%が2番目に高い値である。累計リターンを比較すると、TOPIXに比べて情報通信が37.7%、小売が10.00%と大きな超過リターンを生み出している。この結果から、**業種の中でも高パフォーマンスを実現できる銘柄を選定することができている**といえる。

第5章 従業員にとってのグッドブラック企業

ここまでの分析から、グッドブラック企業は高いパフォーマンスを示すことが確認された。本章では次に、グッドブラック企業が**従業員にとっても魅力的であるか**を確認する。具体的には、スクリーニング通過群の19社と比較対象企業19社、**労働災害度数率、休職者数、平均勤続年数**について比較を行う(表15)。なお、比較対象企業の選定に当たっては、第1スクリーニング通過企業を対象に、**売上高、時価総額、従業員数**の三つの指標を用いて同業種でかつ企業規模が近い企業19社を選出する。この比較によってGOOD BLACK企業が比較対象企業群の19社より優れているのであれば、グッドブラック企業は従業員にとっても魅力的な会社であると示唆される。

表15 追加分析

業種	企業群	企業名	労働災害度数率	休職者数	平均勤続年数
工業	通過企業	株式会社 INPEX	0	9	13.8
	比較対象	石油資源開発株式会社	0	12	15.74
		+/-	0	-3	-1.94
食料品	通過企業	キューピー株式会社	0.46	11	16
	比較対象	森永乳業株式会社	0.25	39	16.5
		+/-	+0.21	-28	-0.5
	通過企業	株式会社ヤクルト本社	0.4	19	18.6
	比較対象	株式会社伊藤園	1.78	18	17.2
		+/-	-1.38	+1	+1.4
	通過企業	日清食品	0.49	18	11.4
	比較対象	株式会社ニチレイ	5	15	16.2
	+/-	-4.51	+3	-4.8	
石油・石炭製品	通過企業	出光興産株式会社	0.74	95	18.3
	比較対象	コスモエネルギーホールディングス株式会社	0	18	17.08
		+/-	+0.74	+77	+0.22
電気機器	通過企業	セイコーエプソン株式会社	1.59	38	19.3
	比較対象	ミネベアミツミ株式会社	0	45	16.7
		+/-	+1.59	-7	+2.6
	通過企業	株式会社村田製作所	0.35	80	14.3
	比較対象	TDK株式会社	0.25	26	17.9
		+/-	+0.1	+54	-3.6

	通過企業	ローム株式会社	0	31	14.9
	比較対象	太陽誘電株式会社	0.1	26	17.4
	+/-		-0.1	+5	-2.5
輸送用機器	通過企業	マツダ株式会社	0.13	308	16.6
	比較対象	トヨタ紡織株式会社	0.06	86	17.8
	+/-		+0.07	+222	-1.2
その他機器	通過企業	任天堂株式会社	0	-	14.2
	比較対象	コクヨ株式会社	0.44	10	18
	+/-		-0.44	-	-3.8
電気・ガス業	通過企業	東京ガス株式会社	0.44	98	17.4
	比較対象	電源開発株式会社	1.27	6	19
	+/-		-0.83	+92	-1.6
陸運業	通過企業	センコー株式会社	1.59	38	14.6
	比較対象	ロジスティード株式会社	0	35	20.1
	+/-		-1.59	+3	-5.5
	通過企業	ヤマトホールディングス株式	-	-	18.6
	比較対象	SGホールディングス株式会社	-	-	8.4
	+/-		-	-	+10.2
情報・通信業	通過企業	富士ソフト株式会社	0	214	9.9
	比較対象	株式会社システナ	0	89	5.8
	+/-		0	+125	+4.1
小売業	通過企業	パン・パシフィック・ ホールディングス株式会社	-	-	11.6
	比較対象	ウエルシア薬局株式会社	-	255	2.9
	+/-		-	-	+8.7
	通過企業	株式会社しまむら	1.63	-	15.7
	比較対象	アスクル株式会社	0	8	9.1
	+/-		+1.63	-	+6.6
	通過企業	株式会社高島屋	4.02	-	24.6
	比較対象	日本マクドナルド ホールディングス株式会社	2.7	42	12.4
	+/-		+4.02	-	+2.2
	通過企業	王将フードサービス	-	-	-
比較対象企業なし					
サービス業	通過企業	総合警備保障株式会社	0.54	42	17.6
	比較対象	トランスコスモス株式会社	0.15	303	9.33
	+/-		+0.39	-261	+8.27
平均値			-0.006	+21.769	+1.047

表 15 からわかるように、グッドブラック企業として選出された企業群は、**同業種の規模の近い企業群に対し、各項目で有意性**を示している。1 つ目の労働災害度数については、グッドブラック企業群はバッドブラック企業群に対し、 -0.006 という値を示した。これは従業員が危険を感じることなく働くことができる環境があることを示している。2 つ目の休業者数であるが、休業者とは主に育児休暇や介護休暇を取った者を指す。つまり、働く意思があるが働くことが難しい、という状況にいる者である。グッドブラック企業はこの項目に関して $+21.769$ となった。これは従業員が無理をして働き続けたり、やむ負えず退職したりする必要がない環境づくりを行っていることを示す。3 つ目の平均企業年数に関して、 $+1.047$ という結果になった。長く働くことができるということは、健康に働くことができるということである。また、どの世代の従業員にとっても働きやすい環境であることが読み取れる。

以上から、グッドブラック企業は**心的負担、身体的負担が少なく、ワークライフバランスを重視している**ことが分かった。このことはグッドブラック企業が従業員にとって魅力的であることを示している。

第 6 章 グッドブラック企業になるためには

世間で一般的に「ブラック企業」と呼ばれている企業には、グッドブラック企業のように、従業員に高い目標の達成に向けて意欲的にハードワークをこなすように動機付けを行っている企業ばかりではない。この章では最後に、スクリーニングから抜け落ちた非通過群をグッドブラック企業との比較対象とし、「ブラック企業」と呼ばれる企業が**どのようにすればグッドブラック企業に生まれ変われるのか**を考察する。具体的には、GOOD BLACK ファンド選出のためのスクリーニングを通過した企業群(通過群)と、通過しなかった企業群(非通過群)との間にどのような差があるかを検証する。そして、第 4 章のフィールドワークで実際に話を聞くことのできたグッドブラック企業 4 社の取り組みを基に、**グッドブラック企業になるための道筋**を示す。表 16 は、スクリーニングを通過した企業群(通過群)と、通過しなかった企業群(非通過群)との間にどのような差があるかをまとめたものである。

表 16 各スクリーニングにおける通過群、非通過群の記述統計量での比較

指標	通過群	非通過群	+/-
産業調整済売上高成長率	6.71	4.38	+2.33
産業調整済予想達成度	7.18	4.86	+2.32
経営手腕の高さ	14.04	9.51	+4.54
裁量的会計発生高	7.18	4.87	+2.31
異常裁量的支出	7.01	4.94	+2.07
経営の公正さ	14.19	9.81	+4.38
Intrinsic Motivation スクリーニング (40 点満点)	28.23	21.16	+7.07
労働安全衛生マネジメントシステムの構築の有無	4.80	1.03	+3.77
離職率の低さ	2.26	0.44	+1.82
安全性	7.06	1.47	+5.59
新卒定着率の高さ	4.04	2.27	+1.77
従業員 1 人当たり人件費の高さ	2.70	1.12	+1.58
人材育成	6.74	3.39	+3.35
女性役員割合の高さ	2.62	0.53	+2.09
障がい者比率の高さ	4.52	2.74	+1.78
多様性	7.14	3.28	+3.86
Work Environments スクリーニング (30 点満点)	20.94	8.14	+12.80
売上高の変化率に対する従業員の平均年収の変化率	6.00	5.03	+0.97
役員の経歴(就任時の年齢が 50 歳未満)	6.53	4.32	+2.20

表彰制度の数	5.58	3.68	+1.90
企業内部評価	18.11	13.03	+5.07
株価の上昇率	6.63	4.81	+1.83
市場シェア率	6.79	4.71	+2.08
新聞記事のポジティブなニュース数	7.68	4.19	+3.49
外部評価	21.11	13.71	+7.40
Feedback スクリーニング (60 点満点)	39.21	26.74	+12.47

まず Intrinsic Motivation スクリーニングについて見てみると、通過群が 28.23、非通過群が 21.16 と +7.07 の差がある。グッドブラック企業になるためには**従業員の内発的なモチベーションを高めることが重要である**と言える。また詳細をみると、経営手腕の高さの差は+4.54、そして経営の公正さの差は+4.38 となっており、内発的なモチベーションを高めるためには経営陣の能力が高いだけでなく、公平さが重要であることがわかる。実際、フィールドワークからも、グッドブラック企業では経営者と従業員が相互にコミュニケーションをとる場を設定し、公平さが保たれていることが確認できている。社長や役員といったトップマネジメントを身近に感じる機会があることで、彼らの持つ働く楽しさや働く意義を共鳴させることができるのである。

次に Work Environments スクリーニングを見ると、通過群が 20.94、非通過群が 8.14 と差が+12.18 あることがわかる。グッドブラック企業になるためには**労働環境を整備することが重要である**ことがうかがえる。詳細をみると、安全性の差が+5.59、人材育成の差は+3.35、そして多様性の差が+3.86 となっており、安全性の観点が最も差が生まれている。つまり快適な環境を構築するためには、安全性の高さが重視されていることがわかる。フィールドワークからも、グッドブラック企業では、従業員という人財をいかに保護し、成長を促す取り組みに尽力しているかがわかった。例えば訪問させていただいた 2 社では、女性の意見を聞く機会が増加したり、外国籍の従業員の話を書く体制を整えたりという取り組みを行っている。このように心理的な安全性を確保することで、従業員のモチベーション維持につとめていることがわかる。

最後に Feedback スクリーニングである。通過群は 39.21、非通過群は 26.74 と差が+12.47 あることがわかる。グッドブラック企業になるためには、**従業員の努力が適切に評価されることが重要である**ことが確認できる。内訳を見ると、企業内部評価が+5.07 の差で、外部評価が+7.40 の差となっており、外部からの評価も内部の評価も重要であることがわかる。フィールドワークからは、会社内部の評価制度が実際従業員の声からモチベーションに繋がっていることが明らかとなっている。ただし、Feedback スクリーニングの結果を見るに、世間からの評価も従業員の意欲に大きな影響を与えていることが確認できる。

以上より、グッドブラック企業は**どのプロセスもかけることなく、グッドブラックサイクルに基づいた活動を行っている**ことがわかる。とりわけ、**(1)経営陣が従業員とのコミュニケーションを図ること、(2)従業員の心理的な安全性を確保すること、(3)従業員の努力に対して社内外で適切な評価を受けられる機会を設けることが重要である**ことがわかった。これらの要因に注意し、グッドブラックサイクルを取り入れた企業づくりを行なっていくことで、持続的にハードワークを行えるグッドブラック企業へと変貌することができる可能性がある。

第 7 章 おわりに

グッドブラック企業をテーマに、ここまで様々な角度から分析・考察を行った。その結果、グッドブラック企業が企業、従業員両者にとって魅力的であり、日本経済の活性化を先導する力を持つ存在であることを明らかにすることができた。実際に組んだ GOOD BLACK ファンドはリスク・リターンともに素晴らしいものであったが、これらの企業は世間から見れば未だブラック企業という認識のままである。私たちは SNS の普及により過剰な情報量と強い拡散力に満ち、様々なバイアスがかかった世に生きている。ただ情報に飲まれていては、日本のためにといいながら、グッドブラック企業を批判する側に回ってしまっている危険性がある。ブラック企業というレッテルを鵜呑みにし、企業が持つ魅力を奪う側に回ることにつながりうるのだ。私たちは今回の活動を通して、現状へ疑問を抱き、実証を粘り強く行うことの大切さを知ることができた。

最後にこのレポートを執筆するにあたって、様々な壁にぶつかり止まった私たちに手を差し伸べてくださった先輩方や同期、論理性を問い続け最後まで丁寧な指導をしてくださった石田先生に感謝の意を表します。また、お忙しい中快く企業訪問に応じてくださった各社担当者様にこの場を借りて深くお礼申し上げます。そしてこのような大変貴重な機会を設けてくださった、日本経済新聞社様並びに野村ホールディングスの関係者の方々には大変感謝しております。

また、半年の間多くの時間を共にし、困難に立ち向かった最高の仲間に敬意を表して本稿の結びとさせていただきます。

参考文献

- Jones, J [1991] "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp.193-228.
- Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan, Amy P. Sweeney [1995] "Detecting Earnings Management".
- 安藤至大[2017]「金銭的・非金銭的報酬とワークモチベーション」. 日本労働研究雑誌, 59(7), 26-36.
- 伊藤大一[2014]「ブラック企業問題と日本的雇用システム」立命館経済学 立命館経済学, 62(5-6), 500-518.
- 大橋昭一・竹林浩志[2006]「ホーソン効果」の実態をめぐる諸論調ーホーソン効果についてのいくつかの見解ー」 関西大学商学論集第 51 巻第 5 号,
- 笠原・村宮共著[2022]「ライブラリデータ分析への招待 5 実証会計・ファイナンス R による財務・株式データの分析」新世社
- 川口実[1968] 向山寛夫著「中国労働法の研究」アジア研究, 15(3), 102-107.
- 工藤正[2008]「障害者雇用の現状と課題」日本労働研究雑誌, 578, 4-16.
- 玄田有史・神林龍・篠崎武久[2001]「成果主義と能力開発：結果としての労働意欲」厚生労働省,"政策について「安全・衛生」",
https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/koyou_roudou/roudoukijun/anzen/index.html,
 (2023/12/27)
- 小菅孝・穂田みちる[2011]「ファンドの評価分析について」三菱 UFJ 信託銀行調査情報 12 月号 1-17.
- 志賀敏宏[2009]「プロダクト・イノベーションを促進する動機づけマネジメント」.
- 志賀敏宏・シガトシヒロ[2008]「プロダクト・イノベーションを促進する動機づけマネジメント-内発的動機づけの再評価と使命感」青森公立大学経営経済学研究, 14(1), 69-78.
- 清水康弘.[2007]「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミsprайシング」. 証券アナリストジャーナル, 45(8), 80-96.
- 下村英雄・堀洋元[2004]「大学生の就職活動における情報探索行動：情報源の影響に関する検討」 社会心理

- 学研究.第 20 巻第 2 号.93 西岡杏.「キーエンス解剖 最強企業のメカニズム」.図書印刷株式会社.2022.p.3
- 田中雅子[2004]「従業員を生かす組織づくりの要請：モチベーションを各とした組織と個人の新たな関係」.
- 田中洋子[2015]「日本的雇用関係と『ブラック企業』(小特集趣旨,<小特集> 若者「使い捨て」企業問題にどう取り組むか-社会的ネットワークの可能性)」 社会政策, 6(3), 57-67.
- 張へい・松原茂樹[2008] 株価データに基づく新聞記事の評価. 人工知能学会全国大会論文集, (0), 81-81.
- 東洋経済オンライン[2011.9.5],「全上場企業のうち、役員平均年齢が若い企業トップ 20—日本を担う成長株はどこから?」. <https://toyokeizai.net/articles/-/7668/>, (2024/1/6)
- 内閣府[2013]「平成 25 年度年次経済財政報告」,159-160.
- 永瀬伸子・山谷真名[2012],「民間大企業の女性管理職のキャリア形成」,日本キャリアデザイン学会 『キャリアデザイン研究』, 8, 95-105.
- 日経産業新聞「ブラック企業、「闇」に潜む構造問題、厚労省、4000 社調査へ。»,2013/9/2
- 二渡了[2002]「労働安衛生マネジメントシステムの構築と効果に関する調査研究」.
- 藤谷涼佑[2014]「会計発生高と利益調整行動の研究。」 法政大学懸賞論文優秀論文集, 36, 1-19.
- 古川久敬[2003]「目標による管理の新たな展開—モチベーション, 学習, チームワークの観点から—」 組織科学, 37(1), 10-22.
- 本多俊毅[2018]「65 年目のポートフォリオ選択理論」.
- 山口朋泰[2009]「機会主義的な実体的裁量行動が将来業績に与える影響」会計プロGRESS, 2009(10), 117-137.
- 山口朋泰[2011]「実体的裁量行動の要因に関する実証分析。」 管理会計学:日本管理会計学会誌: 経営管理のための総合雑誌, 19(1), 57-76.
- 吉川雅也[2016]「モチベーション理論における主体性概念の探求：組織における主体性獲得のプロセスに着目して」産研論集,43,115-121
- リ・カレント株式会社「【意識調査】20 代働く若手の本音、働く理由を明確に「持たない」が 9 割、「持つ」若手も「報酬」と回答、2021 年度最新 20 代若手社員の意識調査レポートを公開」,2021/6/16, <https://www.re-current.co.jp/column/organization-learning/5361/>,(2024/1/10)