

# 国際マネジメント研究

第8巻 2019年3月

英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する一考察

- カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き - ・ ・ 林 順一 (1)

(2018年度 国際マネジメント研究科 研究奨励賞 受賞論文)

高血圧治療薬における医薬品ライフサイクル・マネジメントの有効性

- ナショナルデータベースによる実証分析 - ・ ・ ・ ・ ・ 籾内 美穂子 (35)

製造業の品質不祥事が企業活動に与える影響

- 自動車製造業における完成検査不正についての分析 - ・ ・ ・ ・ ・ 宮本 大輔 (57)

ABS  
Aoyama Business School

青山学院大学大学院国際マネジメント学会  
国際マネジメント学術フロンティアセンター



# 英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する一考察 -カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き-

## A Study of Revisions to the UK Corporate Governance Code 2018 The Impact of the Culture Project and the Influence of Strengthening Stakeholder Consideration

林 順一  
Junichi Hayashi

(論文要旨)

英国のコーポレートガバナンス・コードが、2018年7月に大幅に改訂された。今回は主として、(1)ステークホルダーの利益考慮、(2)適切な企業文化の構築、(3)サクセッション(後継者計画)とダイバーシティ、(4)役員報酬、に関する改訂がなされた。本稿ではこのうち、(1)と(2)に関して、改訂の背景・経緯とその内容などについて検討した。

今回のコード改訂は、企業の短期主義の弊害や不祥事の発生、ブレクジットとメイ首相の登場などを背景として議論が進められたもので、FRCによるカルチャープロジェクト、政府・議会下院の委員会によるステークホルダーとの関係強化などに関する議論を通じて、コードの改訂内容が固まっていた。改訂コードには、企業文化を考慮することの重要性、ステークホルダーの利益を考慮することの重要性が謳われているが、それらは抽象的な記載に留まっていることから、企業が今後、改訂コードに基づいてどのように対応するのかが重要であり、これらの分析を進めることを今後の課題といたしたい。

(Abstract)

The UK Corporate Governance Code was revised in July 2018. The main changes include workforce and stakeholders, culture, succession and diversity, and remuneration. In this paper, I analyse the backgrounds and history of discussions regarding stakeholders and culture.

Brexit and Prime Minister Theresa May's policies, in addition to short-termism and misconduct of companies, are the main motivations of the Financial Reporting Council's (FRC) Culture Project, the Government's Green Paper, and the House of Commons' Report on Corporate Governance. The concept of the revised Code was fixed through these discussions. In this Code, although the importance of corporate culture and stakeholders is emphasized, the description is not specific. Therefore, the important points are the actual application by corporations, that is, how to apply the Principles and Provisions of the Code to actual business. These are the subjects I would like to investigate in the near future.

## 1 はじめに

2018年7月に、英国コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）が大幅に改訂された。CGコードは、1992年のキャドバリー報告書以降、時代の要請に対応して都度必要な改訂が行われている<sup>1</sup>。今回は、金融危機や不適切なガバナンス・不正によってステークホルダーが不利益を被る事態に陥ったこと、ブレクジットとメイ首相の登場、などを背景として、CGコードの改訂が議論された。

今回の主な改訂点は、(1) ステークホルダーの利益考慮、(2) 適切な企業文化の構築、(3) サクセッション（後継者計画）とダイバーシティ、(4) 役員報酬、である。本稿ではこのうち、(1) ステークホルダーの利益考慮と (2) 適切な企業文化の構築に関して、改訂の背景・経緯とその内容などについて検討する<sup>2</sup>。

ステークホルダーの利益考慮や適切な企業文化の構築は、古くて新しい論点である。これがなぜ今、どのような形で英国において議論され、CGコードに反映されたのか、を明らかにすることが本稿の目的である。この観点から本稿では、FRC（Financial Reporting Council）<sup>3</sup>、英国政府や英国議会の報告書などの概要を時系列的に整理・検討することを主として行った。それぞれの報告書の内容を、ニュアンスを含めて明らかにする観点から、訳出している部分もあるが、これらはすべて本稿の趣旨に関連する部分の要旨を意識したものであり、逐語訳ではないことをあらかじめお断りしておく。

英国のCGコードは、わが国のCGコード制定に際して、1つの範となったものである<sup>4</sup>。英国の状況を理解することは、わが国の今後のCGのあり方を検討する上でも参考になると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節で今回のCGコード改訂の概要を概観する。第3節でカルチャープロジェクトの概要と、それが今回の改訂に及ぼした経緯と影響について検討する。第4節でステークホルダー重視の動きと、それが今回の改訂に及ぼした経緯と影響について検討する。そして第5節で今後の課題について述べることとする。

## 2 改訂の概要

今回のCGコード改訂に関しては、2017年12月に改訂コード原案の提示・公表があり、市中からの意見などを踏まえて、2018年7月に改訂CGコード（2018年版）が策定・公表された。この改訂コードは、2019年1月1日以降に開始される会計年度から適用される。

今回の改訂は、明瞭簡潔（clear and concise）な表記を心掛け、CGコードをコンパクトで射的を射たものとする（shorten and sharpen）ことを企図している。また、長期にわたる持続的な企業の成功や企業に対する信頼回復に焦点を当て、ブレクジット以降も、グローバルな投資家にとって、英国資本市場が引き続き魅力的であることを確保するために行うものである。

まず今回の改訂が、ステークホルダーの利益考慮と適切な企業文化の構築、に焦点が当たっていることを確認する観点から、それらに関連する語句の使用が、CG コードの改訂前後でどの程度変動したかについて概観した（表 2-1 参照）。

表 2-1 から明らかなように、全体の分量がかなり圧縮されていることに加え、ステークホルダー関連の語句（stakeholder, workforce, society）と企業文化関連の語句（culture）がともに、改訂によって大幅に増加していることが分かる。

表 2-1 新旧 CG コードの比較（全体の分量と使用語句）

	改訂前 CG コード	改訂後 CG コード
	(2016 年版)	(2018 年版)
全体の分量	本文 30 頁	本文 15 頁
語句（記載箇所の数）		
stakeholder	1 箇所	6 箇所
workforce	0 箇所	14 箇所
society	0 箇所	2 箇所
culture	2 箇所	7 箇所

ここで、今回の CG コード改訂に至る一連の動きを概観しておく（表 2-2 参照）。詳細は第 3 節、第 4 節で検討する。

表 2-2 に基づき、CG コード改訂に至る流れを概観すると、まず企業が短期株主利益を過度に重視してきたことへの批判や、企業不祥事の多発によって企業に対する信頼感が喪失されたことなどを背景として、FRC によって 2015 年 10 月にカルチャープロジェクトが開始された。これは、問題の解決には、ルールや罰則（といった表層的な事柄）を強化するだけでは足りず、企業に深く根差した企業文化を変革する必要があるという問題意識に基づくものである。検討結果の報告書が 2016 年 7 月に公表され、そこで得られた知見が、CG コードの改訂に反映されている。

また、2016 年 6 月の国民投票によって EU 離脱が選択されたこと、ならびにその後に「責任ある資本主義」のスローガンを掲げたメイ氏が首相に選任されたこと背景として、政府（ビジネス・エネルギー・産業政策省）は 2016 年 11 月、ステークホルダーとの関係強化などを含む、会社法制の改正・見直しに関する Green Paper を公表した。そして 2017 年 8 月に市中の意見を集約したうえで、政府の結論を公表した。一方で、議会下院の委員会は 2017 年 4 月に CG に関する報告書を公表し、ステークホルダーの利益考慮に関する企業の報告義務の強化と、ステークホルダーから構成される諮問委員会や取締役会における従業員代表について、肯定的な意見を提示した。これらの検討を踏まえて、2018 年 7 月に会社法が改正されてステークホルダーの利益考慮の開示義務が強化されるとともに、FRC によって戦略報告書のガイダンスが改訂され、また CG コードが改訂された。

英国コーポレートガバナンス・コード改定に関する一考察  
 —カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き—

表 2-2 CG 改訂に至る経緯 (概要)

	世の中の動き	FRC	政府・議会
2015 年	短期株主利益偏重への批判 企業に対する信頼感の喪失	10 月:カルチャープロジェ クト開始	
2016 年	6 月: EU 離脱国民投票 7 月: メイ首相就任 従業員代表の取締役選出 を提案 11 月: メイ首相演説 従業員の声を経営に反映 させる	7 月: カルチャープロジェ クト報告書公表 (健全な 企業文化の構築)	11 月: Green Paper 公表 (政府)
2017 年		12 月: 改訂 CG コード原案 公表	4 月: BEISC 報告書公 表 (議会) 8 月: Green Paper に対 する意見集約 (政府)
2018 年		7 月: 改訂 CG コード公表 7 月: 戦略報告書のガイダ ンス改訂 (開示義務の強 化)	7 月: 会社法改正 (ステ ークホルダー利益考 慮の開示義務)

### 3 カルチャープロジェクトの影響

本節では、FRC が実施したカルチャープロジェクトの概要と、それを反映した 2018 年 CG コードの改訂内容などについて検討する。

#### 3.1 カルチャープロジェクト

本項では、FRC がカルチャープロジェクトを実施した背景、目的と実施主体などを概観したのち、このプロジェクトでの発見事項と成果について検討する。その際、今回のプロジェクトで示された企業文化の概念が、先行研究の企業文化の概念と整合的であることを指摘する。

##### 3.1.1 カルチャープロジェクトの背景

FRC は 2015 年 10 月にカルチャープロジェクトを開始した。この背景として 2 点挙げる  
ことができる。第 1 は、企業が株主の短期利益を過度に重視した結果、企業経営が短期主義  
に陥ったことへの懸念である。FRC はカルチャープロジェクト報告書の序論で、概略以下

の説明をしている (FRC : 2016c).

2006 年会社法で示された、株主以外のステークホルダーに対する取締役会の責任に関し、英国の CG が適切に対応しているのかについて、疑問が提起されている。英国の CG の枠組みは株主第一主義であり株式資本主義の価値モデルである。このため、短期主義に陥っているのではないかという見方がある。

FRC の見解を示せば、英国の CG の枠組みは引き続き効率的かつ効果的であり、市場において多くのステークホルダーの利害を調整している。また、法令、規則そしてコードを組み合わせることによって、企業とそのステークホルダーが、彼らの目標や長期的な成功を追求することができる柔軟な枠組みを提供している。ただし、個別の成功は企業・投資家それぞれの精神・対応次第である。

本報告書では、長期的なビジネスや経済的な成功に、企業文化がどのような影響を及ぼしているのかという、ますます重要になってきている論点について検討する。

短期主義の弊害については、2012 年のケイ報告書 (Key Review) (Kay : 2012) の問題意識と根底のところ共通している。ケイ報告書では、主として、株式市場のカルチャーの改革が勧告されたが<sup>5</sup>、カルチャープロジェクトでは、企業のカルチャー (企業文化) に焦点を当てた検討が行われている。

第 2 の背景は、企業の不祥事の多発などにより生じた、企業に対する信頼感の喪失である。FRC はコーポレートガバナンスとステークホルダーシップに関する年次報告書の中で、カルチャープロジェクトの検討を行う理由の 1 つとして企業の失敗を挙げ (FRC : 2015)、企業に対する信頼感が依然低い水準に留まっていることを指摘している (FRC : 2017a)。また FRC は、カルチャープロジェクトを説明した資料で、概略以下の説明をしている (FRC : 2016d)。

企業の評判は、金融危機や数々の企業不祥事による悪影響から、いまだ回復途上にある。不適切な企業文化は、企業の評判にダメージを与え、株主価値に重大な悪影響をもたらす。いまや知的財産、顧客基盤、ブランドといった無形資産が企業価値全体の 80% を超えるまでになっている (40 年前は 20% 未満であった)。このことは、評判が毀損した場合 (reputational crisis) のインパクトが大きくなったことを意味する。これは取締役会にとって重要な課題である。取締役会は、企業文化と企業行動に影響を及ぼす要因を理解し、それらに影響を与える方法を見出さなければならない。

### 3.1.2 カルチャープロジェクトの目的

企業の短期主義や不祥事を防止するためには、ルールや罰則といった表層的な事柄を厳しくするだけでは足りない。企業に深く根ざした企業文化を変える必要がある。そしてその

役割は取締役会にある。そこでまず、現在、取締役会が企業文化をどのように位置づけているのかを把握し、そのうえで企業が健全な企業文化を構築する際に参考になる実践的な方法を示すことが重要である。このような認識の下で、カルチャープロジェクトが開始された。FRCはカルチャープロジェクトの目的に関して、以下の趣旨を説明している(FRC:2016e)。

このプロジェクトの目的は、企業文化と取締役会の役割に関する実態を把握し、取締役会がどのように企業文化を形づくり、根づかせ、評価することができるのかを理解し、そして良き慣行 (good practice) を特定し、それを促進することである。

### 3.1.3 実施主体など

カルチャープロジェクトは、2015年10月に開始され、2016年7月に報告書が公表された。このプロジェクトは、FRCを中心として、CIMA (Chartered Institute of Management Accountants), City Values Forum, the IIA (Chartered Institute of Internal Auditors), CIPD (Chartered Institute of Personnel and Development), 及びIBE (Institute of Business Ethics) が連携して行ったものである。その中で、英国の巨大企業の取締役会議長 (chairman), 最高業務執行取締役 (chief executive) や業界をリードする専門家など 250 余名に対するインタビューが行われた。このようにカルチャープロジェクトはかなり大規模なものであったと言える。なお、多くのインタビューが行われたことを反映して、報告書には、多くのエグゼクティブや専門家へのインタビューの要旨が散りばめられており、臨場感あふれる構成となっている。

### 3.1.4 企業文化に関する先行研究との整合性

まず、企業文化とは何かについて、1990年代に示された代表的な見解を概観する。Schein (1999) は、企業文化の本質は、一言で言えば、共有された暗黙の仮定であるとする (翻訳 26 頁)。すなわち、企業文化の本質は、集団として獲得された価値観、信念、仮定であり、組織が繁栄を続けるにつれて、それらが共有され当然視されるようになったものであると言う (翻訳 22 頁)。そのうえで、企業文化は非常に頑健であり改革が困難なこと、すべての環境における最高の企業文化や正しい企業文化など存在しないこと (企業の目的、環境に依存すること)、を指摘する (翻訳 23 頁)。

Kotter and Heskett (1992) は、企業文化は企業の長期的な経済的パフォーマンスに重大な影響を与えること、主要な経営幹部の選任方法や経営者・管理者のリーダーシップを重視する企業文化を有する企業は、そうでない企業と比較して、長期的には経済的なパフォーマンスが良好であることを指摘する。また企業文化を変革するのは容易ではないこと、変革には強いリーダーシップが必要とされることを指摘する (11-12 頁)。

このように、先行研究では、企業文化は集団として共有された暗黙の仮定であること、企業文化の良し悪しは企業の目的や環境に依拠すること、企業文化の変革には強いリーダーシップが必要であること、企業文化は競争力の源泉であること、が指摘されている。

これらの指摘は、今回のカルチャープロジェクトの考え方と整合的である。具体的には、カルチャープロジェクトでは、企業文化とは、企業がその活動やステークホルダーとの関係性の中で明らかにする、価値観、態度、行動の結合体（組み合わせ）であると言う。ここでのステークホルダーには、株主、従業員、顧客、供給業者、そして企業の行為によって影響を受ける幅広い地域社会や環境が含まれる（FRC：2016c）。

また唯一の正しい企業文化が存在するのではなく、それは企業毎に異なることを前提としたうえで、企業の目的、価値観、戦略と企業文化の整合性を重視している。そして企業文化を改革・定着させるのは、強い権限を有する取締役会であるとする（改訂 CG コードの原則 B、各則 2）。さらに企業文化は競争力の源泉であると指摘する（FRC：2016c）。

このように、今回のカルチャープロジェクトは、FRC がまったく新しい概念を導入したというものではない。むしろ、短期主義や企業不祥事の問題の解決のために、よく知られた企業文化という概念を用いて、検討を深め、その重要性を改めて広く認識させたものであると位置づけることができる。

### 3.1.5 カルチャープロジェクトでの主な発見事項

FRC（2016c）は、取締役会議長、最高業務執行取締役、投資家、そして幅広いステークホルダーや専門家の業界団体との議論を通じて、企業文化に関して以下の知見を得たとする。

#### (1) 企業文化の価値を認識すること

健全な企業文化は貴重な資産であり、競争力の源泉であり、そして長期的価値の創造・維持にとって極めて重要なものである。

#### (2) リーダーシップを示すこと

リーダーたち、特に最高業務執行取締役は、望ましい企業文化を具体的に表現し、これを企業のあらゆる階層に浸透させなければならない。

#### (3) オープンでアカウンタブルであること

あらゆるレベルで明瞭性と説明責任が重要である。ここには、企業がビジネスを遂行するうえで、幅広いステークホルダーの利益を尊重することが含まれる。

#### (4) 根づかせ統合すること

企業の価値観は、すべての従業員や供給業者に期待される態度として、伝達される必要がある。効果的に価値観を根づかせ、企業文化が評価されるようにするために、人事、内部監査、倫理、コンプライアンス、リスクを担当する部署には、権限とリソースが与えられるべきである。彼らからの意見は、取締役会においても重視されるべきである。

#### (5) 価値観とインセンティブを一致させること

パフォーマンスマネジメントや報酬制度は、企業の目的、価値観、戦略、ビジネスモデルと整合的な形で設計されるべきである。取締役会は、株主、従業員、その他のステークホルダーに対して、これらが整合的であることを明瞭に説明する責任がある。

(6) 評価, 測定, そしてエンゲージすること

使用される指標や測定方法は、企業にとって重要で、望ましい結果をもたらすものと整合的であるべきである。取締役会は、企業全体の活動を把握し、価値観との相違が生じた場合や適切な情報が必要な場合には、それらに適切に対処する責任がある。取締役会は企業文化を評価し、それを適切に報告するために、十分な資源を投下すべきである。

(7) スチュワードシップを実践すること

効果的なスチュワードシップには、企業文化にエンゲージ（積極的に関与）し、よりよい報告を促すことが含まれる。投資家は、企業に適切な企業文化を構築するよう促し、またそれを彼ら自身のカルチャーに反映させるべきである。

前述の通り、報告書には数多くのエグゼクティブや専門家のコメントが紹介されている。これらには実務の観点から企業文化の本質を突いたものが多い。ここでは、そのうちのいくつかの概要・要旨を以下で紹介する（FRC：2016c）。

○Alastair Lyons 氏（Admiral 社の取締役会議長）のコメント

我々の企業文化は企業を中心にあって、我々の差別化の源泉として認識されている。それは我々の最も大切な資産であり、取締役会は、企業が成長したり業務が複雑になったりしても、企業文化が決して変わることがないように、留意しなければならない。

○John Allen 氏（Tesco 社の取締役会議長）のコメント

企業文化に影響を及ぼすことは挑戦である。企業文化を変化させるためには、多くの時間と労力が必要である。

○John Watson 氏（Bellway 社の取締役会議長）のコメント

取締役会は価値観と企業文化（人々が他者をどのように扱うのか、サプライチェーンの中でどのように業務を行うのか、従業員とどのように協働するのか）を定め、経営者はそれを実践する責任を有する。

○David Tyler 氏（J Sainsbury 社の取締役会議長）のコメント

重要なことは、組織や組織の上立つ人々の実際の行動である。これは、企業文化や倫理方針を記載した多くのステートメントよりも、はるかに重要である。

○Antonio Horta-Osorio 氏（Lloyds Banking Group 最高業務執行取締役）のコメント

価値観は、取締役会でリスクアペタイト（リスク許容度）を議論する際の重要な要素である。また逆に、リスクアペタイトは企業文化の一部である。

○Andy Griffiths 氏（Investor Forum の業務執行取締役）のコメント

企業文化は、しばしば企業の内在的な価値観を最もよく示すが、企業文化を企業の報告書だけから評価するのは困難である。従って株主エンゲージメントが重要な役割を果たす。

○Chris Hitchen 氏（Railpen Investments 社の最高業務執行取締役）のコメント

（道徳上）正しい企業文化（right corporate culture）は、企業の持続可能な長期的パフォ

ーマンス、ひいては年金受給者の持続可能な年金支給にとって、極めて重要である。

○Ian Durant 氏 (Greggs 社の取締役会議長) のコメント

(企業文化の指標として) 従業員の転職率と顧客からの苦情を注意深く見ている。

カルチャープロジェクトの報告書の Appendix 1 には、8 社の好事例が掲載されている。ここではそのうちの 2 社の事例について、その要旨を簡単に説明する (FRC : 2016c)。

○Old Mutual Group の事例

・背景

2007/2008 年の金融危機を経て、同社は顧客をビジネスの中心に置くこととし、そのために価値観と企業文化が決定的に重要であることを認識した。

・アクション

同社は顧客第一主義などの 6 つの行動指針 (guiding behavior) を特定した。従業員はそれらの行動指針に沿って、定期的に評価された。

・効果

現状の企業文化と望ましい企業文化が一致するようになった。

○L'Oréal 社の事例

・背景

多くの海外スタッフに対して、4 つの倫理原則 (誠実性、他者への配慮、懸念の表明、透明性) を定着させることを企図した。

・アクション

2009 年以降、最高業務執行取締役が、毎年特定の日、全世界のスタッフから倫理的に懸念される問題についての質問を受け付け、それに対して、ウェブ上で回答 (ライブで中継) した。

・効果

組織全体に倫理に対する理解が広まった。

### 3.1.6 成果と効果

カルチャープロジェクトの報告書の目的は、企業文化に関連した取締役会の役割を巡る議論を活性化させること、そして取締役会が今何をしているかを自ら顧みるようにすること (FRC : 2016c) であり、それは一定程度達成されたといえる。また、2018 年版の CG コードにもカルチャープロジェクトの成果が反映されている。

FRC 議長の Winfried Bischoff 卿は、本プロジェクトの成果について、概略以下のように評価している (FRC : 2016e)。

○ FRC 議長の Winfried Bischoff 卿のコメントの要旨

健全な企業文化は、英国経済の価値を守り価値を創造することを通じて、英国経済の長期的な成功を導く。従って、危機の発生を待つのではなく、企業文化に継続的に着目していくことが重要である。頑健な企業文化によって、ストレスが強い変化の時代を耐え抜くことができる。

我々の調査を通じて、適正な価値観、態度、行動を支援し根づかせるためには、企業が全体的な目的（overall purpose）を確立することが決定的に重要であること、が明らかになった。

多くの個人、団体から、非常に肯定的な反応を得ており、これはこの議題が非常に重要であることを示している。英国の持続的な成長と長期的なビジネスの成功を促進する議論に参加いただいたすべての方々にお礼を申し上げる。

### 3.2 カルチャーに関するその他の検討

#### 3.2.1 Grant Thornton による検討

Grant Thornton は、FRC のカルチャープロジェクトを踏まえ、2017 年に、2,500 人を超えるグローバルなビジネスリーダーやガバナンスの専門家の意見を聴取したうえで、頑健な企業文化を作り上げるための実践的な勧告を取りまとめた（Grant Thornton : 2017a）。参考になる事項も多いことから、概略を説明する。

Grant Thornton の取締役会に対する勧告は、以下の 4 項目から構成される。

(1) 企業文化を理解すること

(2) 企業文化を構築すること

行動規範を定める。

開かれたコミュニケーション・チャンネルを構築し、それを通じて企業文化を周知する。

(3) 企業文化をテストすること

実例に基づいて、企業文化が直面する問題の解決に役立っているかをテストする。

主要なステークホルダーの企業文化が、当該企業の企業文化と整合的であることを確認する。

(4) 企業文化を洗練し改善すること

取締役会は上級管理者との関係を密にし、上級管理者が企業文化をどのように理解しているのかを把握する。

取締役会のダイバーシティ強化の道を探る。

企業文化の変革を戦略目標の 1 つに位置づける。

企業文化が、現在と同様、企業の将来にとって適切であるかに着目する。

また Grant Thornton (2017a) は、英国での企業文化に関する議論が、「企業文化は重要か」から「不健全な企業文化は規律を損なう。それに対処するために取締役会は何ができるか」

に変化していると指摘する。そして検討を通じた発見事項として、企業文化は外部から押し付けることができないこと、真正かつ持続可能な企業文化は組織内において構築されるものであり、組織を構成する人々、製品、サービスによって具現化するものであること、を指摘する。

### 3.2.2 英国議会下院の委員会での議論

英国議会下院のビジネス・エネルギー・産業政策委員会 (House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee) (以下「BEISC」という) は、2017年4月に英国のCGに関する報告書を公表した (BEISC: 2017)。これは、英国のCGの枠組みが、企業が長期的視野で高質の意思決定を行うことを支援し、社会の幅広い利益を十分に考慮し、そして企業文化の変革などを通じて、企業が適正な行動をとることを可能にしているか、などについて検討した結果をまとめたものである。その報告書の中で、企業文化の変革に関しても若干の言及がなされているので、以下概観する。

報告書では、企業文化を確立し、組織のあらゆる階層に根づかせることが、取締役会の重要な役割であること、企業文化は、企業の置かれた環境や、取締役会や議長によって決定された企業の中心的価値観 (core value) に依拠すること、すべての企業において、企業文化はCGコードの意図と統合的な価値観や行動に基づくべきであること、が指摘されている (paras 10-12)。

そして、良い企業文化は簡単な測定に馴染むものではないし、空欄チェックの方法で実施されるものでもないこと、企業文化の変革は、政府、投資家、及び企業の長期的な目標であるべきであることが、指摘されている (para 12)。

これらの議論は、カルチャープロジェクトの議論と整合的であると言える。

### 3.3 企業の年次報告書での開示

英国企業が企業文化について、どのように理解し対応しているかを具体的に把握するため、英国企業が企業文化を年次報告書でどのように開示しているかについて検討する。年次報告書を分析したものは複数あり、それぞれ対象企業、対象期間が異なることから、結論に若干の相違はあるが、分析結果の方向性は (当然のことながら) 概ね一致している。

Grant Thornton (2018) は、FTSE350企業<sup>6</sup>の過去4年間の年次報告書の企業文化に関する開示を分析している。年次報告書でどの程度、企業文化や価値観が言及されているかについては表3-1に、年次報告書の中の取締役議長のメッセージの中で、企業文化や価値観がどの程度言及されているかについては表3-2に、それぞれ示される通りである。

表から明らかのように、2015年から2017年にかけて、年を追って、年次報告書で企業文化や価値観を言及する企業の割合が増加している。これは、FRCのカルチャープロジェクトの進捗 (2015年10月開始、2016年7月報告書公表) と対応している。この点、Grant Thornton (2017b) は、カルチャープロジェクトの影響が本格的に表れた2017年の年次報告

英国コーポレートガバナンス・コード改定に関する一考察  
 —カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き—

書で、企業文化に関連した報告が大幅に増加していること、特に取締役会議長と最高業務執行取締役のメッセージにそれが見られること、を指摘している。

表 3-1 年次報告書における企業文化や価値観が開示されている程度 (%)

年 (注 2)	なし (None)	基本的開示 (Basic)	一般的開示 (General)	良好な開示 (Good)	詳細な開示 (Detailed)
2015	26.3	28.2	26.3	16.3	2.9
2016	13.6	34.7	31.8	16.9	2.9
2017	5.6	26.9	28.9	34.4	4.3
2018	5.7	28.4	32.9	29.3	3.7

(注 1) 対象は FTSE350 企業。

(注 2) 例えば 2018 は、2017 年 4 月から 2018 年 4 月に決算期が到来した企業の年次報告書。

(出所) Grant Thornton (2018) 22 頁。

表 3-2 年次報告書の実務取締役会議長のメッセージの中に、企業文化や価値観が含まれている企業の比率 (%)

年 (注 2)	なし	年次報告書の冒頭箇所	CG レポートの箇所	両方の箇所
2015	77.9	11.9	9.6	0.6
2016	61.4	12.7	16.9	9.1
2017	43.6	14.1	27.9	14.4
2018	42.7	18.9	21.9	16.5

(注 1) 対象は FTSE350 企業。

(注 2) 例えば 2018 は、2017 年 4 月から 2018 年 4 月に決算期が到来した企業の年次報告書。

(出所) Grant Thornton (2018) 23 頁。

一方、2017 年から 2018 年にかけて、企業文化や価値観を十分に説明した（良好な開示＋詳細な開示）年次報告書の比率が減少している。また取締役会議長のメッセージに企業文化や価値観を含めている企業の比率もほとんど増加していない。この結果について、Grant Thornton (2018) は、(1) 従来の企業のカルチャー改革（企業文化の改革）へのコミットメントが心からのものではなかったことが、この残念な結果をもたらしていること、(2) 本当の改革をするためには、そしてそれが組織に根づき、測定可能なものにするためには、企業トップの強い、明示された、継続的なコミットメントが必要であること、などを指摘している。

その他、英国企業が企業文化について、年次報告書でどのように開示しているかについて分析したものとして、EY (2018)、Black Sun (2018)、FRC (2018e) がある。EY (2018) は、

FTSE350 企業を分析対象としたうえで、多くの企業が、企業文化を示すものとして、年次報告書で従業員転職率を開示しているが、投資家が知りたいと考えている従業員の転職理由は議論していないこと、を指摘している。Black Sun (2018) は、FTSE100 企業を分析したうえで、企業文化と企業戦略の関係を示したものは、2016年の13%からは増加しているものの、2017年はまだ28%に過ぎないこと、を指摘している。FRC (2018e) は、2015年に比較して2017年での企業文化に関する開示がかなり増加していること、2018年のCGコードの改訂や戦略報告書で求められる開示内容の拡充の影響を受けて、企業の開示がさらに充実することが期待されること、を指摘している。

### 3.4 CGコードでの対応

#### 3.4.1 改訂前CGコード(2016年版)

改訂前のCGコード(2016年版)では、企業文化について2か所の記載がある。この内容は、CGコード(2014年版)と同一であり、カルチャープロジェクトの開始前の記載内容であると言える。その要旨は概略以下の通りである(FRC:2016b)。

○序文

4. 取締役会の重要な役割の1つに、企業の文化、価値観、倫理観の構築がある。取締役会が、正しい「経営トップの姿勢 (tone from the top)」を定めることが重要である。取締役は事例を通じ、よい行動規範が組織のすべての階層に浸透するようにすべきである。これによって、違法行為や非倫理的行為を防止し、企業の長期的な成功をもたらすことができる。

○A.3: 取締役会議長の項目の補助原則 (関連する一部分の抜粋)

取締役会議長は、取締役会において、自由闊達に議論ができるような企業文化を促進すべきである。

ここから明らかなように、カルチャープロジェクトの開始以前から、CGコードでは、企業文化の重要性、及び企業文化の構築・浸透に対する取締役会の役割が明確に示されていた。カルチャープロジェクトの内容を踏まえた改定後のCGコード(2018年版)では、この内容が詳細かつ具体的に明示されるようになったと言える。

#### 3.4.2 改訂CGコードの原案提示

2017年12月に改訂CGコードの原案が示された(FRC:2017b,2017c)。FRCは改訂に際して、企業文化に関して概略以下の説明をしている(FRC:2017b)。

○企業文化

- 39 カルチャープロジェクトの報告書は、企業におけるカルチャー（企業文化）は、長年にわたる持続可能なパフォーマンスをもたらす重要な構成要素であることを示した。健全な企業文化（**healthy culture**）が存在するところでは、組織全体が効果的に機能する。これが誠実さ、信用、長期的な成功そして究極的には信頼をもたらす。不健全な企業文化（**poor culture**）は、それ自体が重大なビジネスリスクである。
- 40 適切な企業文化（**appropriate culture**）を確立するために、取締役会は、企業の目的、戦略、そして価値観を定義し、企業の戦略を展開するためにどのような種類の活動を推進したいと考えているのかを検討しなければならない。これには、正しい企業文化（**right corporate culture**）を創造し、幅広い従業員とともに働き、企業の価値観と目的を戦略に適合させることが含まれる。企業文化に細心の注意を払うことは、長期的な成功や、信頼を確立することを促進する。

3.4.3 改訂 CG コード（2018 年版）

関係者からの意見を踏まえて、2018 年 7 月に改訂 CG コード（2018 年版）が公表された（FRC：2018a）。そこでは原則 A 及び各則 2 を中心に、企業文化に関する記載がある。なお、この記載内容は 2017 年 12 月に提示された改訂原案（FRC：2017c）と、概ね同様のものである。関連する部分の要旨は概略以下の通りである（FRC：2018a）。

○はじめに（Introduction）

企業は単独で存在しているものではない。成功した持続可能な企業が、雇用の場を提供し繁栄をもたらすことによって、我々の経済や社会を支えている。長期的に成功するために、取締役と彼らに指揮された企業は、幅広いステークホルダーとの良好な関係を構築し維持する必要がある。また、企業文化は、誠実さと寛容さ、価値観の多様性を増進し、株主や幅広いステークホルダーの視点に適切に対応するものであるべきである。

1. 取締役会のリーダーシップと企業の目的

○原則（Principles）

B. 取締役会は企業の目的、価値観、戦略を構築し、それらと企業文化が整合的であるようにすべきである。すべての取締役は、誠実に、事例を通じて、望ましい企業文化を促進しなければならない。

○各則（Provisions）

2. 取締役会は、企業文化を評価しモニターすべきである。企業の全般にわたる方針、実践、行動が、企業の目的、価値観、戦略と整合的でない場合には、経営者が適切な是正措置をとることを確認すべきである。年次報告書で、取締役会の活動と行動結果を説明すべきである。また、年次報告書には、企業の従業員への投資と報酬に関するアプローチの説明が含まれるべきである。

FRC は、改訂 CG コード（2018 年版）自体の記載をコンパクトにする一方で、同時にガイドランスを公表し、ガイドランスの方でコードの補足説明を行っている。ガイドランスに記載された、企業文化に関する主な補足説明は概略以下の通りである（FRC：2018b）。

まず、健全な企業文化（healthy culture）の構成要素として、以下の属性を挙げる。

○健全な企業文化の属性

- ・正直（honesty）
- ・寛容さ（openness）
- ・尊敬（respect）
- ・適用性（adaptability）
- ・信頼性（reliability）
- ・認識・承認（recognition）
- ・挑戦を許容すること（acceptance of challenge）
- ・説明責任（accountability）
- ・共通の目的意識（a sense of shared purpose）

取締役会は企業文化に問題が生じる兆しとして、以下に警戒すべきであるとする。

○企業文化に問題が生じる兆し

- ・サイロ思考  
（筆者注）組織の中で他の部門や組織全体よりも、自分の部門のことだけ考えること
- ・支配的な CEO
- ・傲慢・尊大なリーダーシップ
- ・過大な目標設定
- ・情報へのアクセス手段の不足
- ・経営者・管理者と従業員の間での、意味のあるエンゲージメントが低調
- ・挑戦を許容することの欠如
- ・規制や倫理コードに違反することに対して寛容であること
- ・短期志向
- ・インセンティブの不整合

従業員は、企業文化を洞察する際の重要な情報源になるとして以下を指摘する。

○企業文化を洞察する際に重要な情報・情報源

- ・転職率と欠勤率
- ・社内教育の情報

- ・採用，報酬，昇進に関する決定
- ・非開示情報の活用
- ・内部通報・内部告発，苦情，率直な意見の情報
- ・従業員サーベイ
- ・取締役と上級管理職・従業員との相互交流
- ・健康・安全に関するデータ，ニアミスのデータを含む
- ・供給業者への支払いの即時性
- ・規制当局，内部監査，従業員への態度
- ・退職者面接

また，不健全な企業文化（poor culture）の原因を理解し，それを是正するための有効な手段として，根本原因分析があることを指摘する．

#### 4 ステークホルダー重視の動き

本節では，ステークホルダー重視の動きと，それを反映した 2018 年 CG コードの改訂内容などについて検討する．まず今回の改訂議論で度々言及される 2006 年会社法 172 条（以下「172 条」ということがある）について，その制定の経緯と具体的な内容について検討する．そして今回の改訂の背景，政府の議論（Green Paper）や議会下院の委員会での議論（BEISC 報告書）を踏まえて，会社法の改正（ステークホルダー利益考慮義務の開示強化）と CG コードの改訂がなされた経緯とその内容について検討する．

##### 4.1 2006 年会社法 172 条

###### 4.1.1 ステークホルダーの位置づけを巡る 3 つの考え方

172 条（ステークホルダー利益考慮義務）の有する意味を理解するためには，ステークホルダーの位置づけを巡る考え方を整理する必要がある．CG において，ステークホルダーの位置づけを巡る考え方には，大別して，①株主第一主義（Shareholder Primacy Approach），②啓発的株主価値（Enlightened Shareholder Value, Inclusive Approach），③多元的アプローチ（Pluralist Approach）の 3 つの考え方がある．172 条は，このうちの啓発的株主価値の考え方を採用したものである．

ここで，これら 3 つの考え方を簡単に概観しておく．まず，株主第一主義の考え方は，取締役は会社の利益のために行動しなければならない，またここでいう会社の利益とは株主全体としての利益である，という英国における伝統的な考え方である（杉浦：2007）．この考え方は，米国のミルトン・フリードマンの「企業の社会的責任は利益を追求することだけである」（the social responsibility of business is to increase its profits）という有名な主張（Friedman：

1970) に端的に示される。

啓発的株主価値の考え方は、取締役は株主価値を優先して行動すべきであるが、それに止まらず、株主利益を向上させるために、従業員の利益やその他ステークホルダーの広範な利益を考慮する義務がある、という考え方である(杉浦：2007)。取締役の主たる目的は、あくまで株主利益のために会社を成功させることであり(大塚：2014)、株主利益とその他のステークホルダーの利益が衝突した場合には、株主利益を優先させることになる<sup>7</sup>。

多面的アプローチの考え方は、株主とその他のステークホルダーの利益を同格に扱い、利益が衝突した場合には、場合によっては、その他のステークホルダーの利益を優先させる、という考え方である(杉浦：2007)。この考え方は、わが国の伝統的大企業の経営者が有する、ステークホルダーの利益を重視するという考え方と整合的である。

#### 4.1.2 172 条制定の経緯

2006 年会社法の改正に際して、従来は判例法で規律されていた取締役の一般義務について、制定法で規定することとなった。その中で 172 条には、会社の成功を促進するために、取締役は株主利益に加え、広範なステークホルダーの利益を考慮しなければならないこと、が明記された。

172 条は、企業の責任ある行動に対する厳しい批判の高まりを背景として、政府主導で会社法に追加されたものである。これは従来の判例法から当然に導かれる原則を記載したものではない(杉浦：2007)。1998 年に担当大臣によって設置された「会社法見直しのための委員会 (Company Law Review Steering Group)」では、啓発的株主価値と多面的アプローチに基づくモデルが示され、議論が行われたが、結局、啓発的株主価値のモデルが採用されることになった。

多面的アプローチが否定された理由として、大塚 (2014) は以下の 3 点を指摘する。第 1 は、多くのステークホルダーの利益を公平に扱うことの困難さと、経営陣に広範な裁量権を与えることへの懸念。第 2 は、多面的アプローチを採用する場合には、現行の CG の枠組みの大幅な変更と会社法の改正が必要となること。第 3 は、多面的アプローチによる取締役の義務には、法的強制力がないこと、である。

#### 4.1.3 172 条の内容

172 条は、第 1 項で基本的な規律を定め、第 2 項と第 3 項で例外的な場合の規律を定めている。本稿では以下で第 1 項の概要を示す(全体の訳は大塚 (2014) 参照)。

##### 172 条 会社の成功を促進すべき義務

(1) 会社の取締役は、当該会社の社員全体(すなわち株主全体)の利益のために、会社の成功を最も促進することができるかと誠実に考える方法に従って判断・行動しなければならない。その際に、以下の事項を考慮しなければならない。

- (a) 意思決定が長期的にもたらすであろう結果
  - (b) 当該企業の従業員の利益
  - (c) 当該企業と、供給業者、顧客その他の者とのビジネス上の関係を促進する必要性
  - (d) 当該企業の事業が、地域社会と環境に及ぼす影響
  - (e) 当該企業が、高い行動基準を有するという評判を維持することの望ましさ
  - (f) 当該企業の社員相互間（すなわち株主相互間）を公平に取扱うことの必要性
- (注) カッコ内は筆者の追記。

ここで論点となるのは、172条1項本文の株主全体の利益と、(b) (c) (d) 各号に示される他のステークホルダーの利益との関係である。結論を先に述べると、企業に対する具体的な規律や開示義務などの点で、本規定だけでは、ステークホルダー利益考慮に関して、十分な実効性を伴うものとはならなかったと言える。

まず本文から明らかのように、172条の主たる目的は株主全体の利益であり、その実現のために（手段として）(b) (c) (d) 各号に示される他のステークホルダーの利益が考慮されることになる。従って、取締役が172条の要素を考慮せずに意思決定を行ったとしても、それが株主全体の利益に資するものであり、会社の成功を促進する可能性があれば、裁判所が取締役の義務違反を認める可能性は低い（大塚：2014）。

また172条は主観的な基準による義務である（川島：2017）。株主全体の利益が何かという判断が広く取締役の裁量に任されていることから、他のステークホルダーの利益をどの程度考慮するかは、取締役次第である。取締役の選任が株主総会に委ねられていることを鑑みると、取締役が短期的な収益を重視する大株主の圧力に従わざるを得ないという問題を内在している（杉浦：2007）。

2013年の会社法改正により作成が義務づけられた戦略報告書<sup>8</sup>では、172条の義務の履行状況を株主が評価するために、企業は必要情報を開示するものとされているが、これはあくまで当該企業が自ら行う情報開示に止まり、義務の履行に関する実効的な **enforcement** 手段が用意されていないことから、実効性確保が課題とされていた（中村：2017）。

#### 4.1.4 CGコードでの対応

改訂前のCGコード（2016年版）では、序文にステークホルダー利益の考慮についての言及があるものの、本文にはそれらへの言及がない。企業に対して具体的な規律を求める項目を示した **Comply or Explain** の対象として、ステークホルダーの利益を考慮することは求められていなかったと言える。このように、法律上は取締役にステークホルダー利益の考慮義務があったものの、その実効性が課題であった。

CGコード（2016年版）の該当部分の概要は以下に示される通りである。

序文

9. 法令上、会社は第一義的に株主に対して説明責任を負っており、また会社と株主間の関係が、本コードの主題である。一方で、会社はその他の資本の提供者（すなわち株主以外のステークホルダー）の貢献を認識すること、そして会社のガバナンスに関する全体的なアプローチに関連する限りにおいて、取締役会がそれらの資本の提供者（すなわち株主以外のステークホルダー）の意見に耳を傾けることに関心を持つことを確認すること、が奨励される。

（注）カッコ内は筆者の追記。

実際に、英国企業が年次報告書でこれらをどのように開示しているかの状況については、後述する（4.4.3（企業の年次報告書での開示）で検討する）。

#### 4.2 ブレクジットとメイ首相の登場

今回の CG コード改訂に際して、FRC がステークホルダー重視のスタンスを明確に推進した背景には、ブレクジットとメイ首相の登場がある。英国では、2016年6月に欧州連合（EU）離脱是非を問う国民投票が行われ、EU 離脱が支持された。その責任をとってキャメロン首相が辞任し、後任として7月にメイ首相が選任された。

メイ首相は、与党・保守党の党首選のキャンペーンで、少数の特権階級のための政治ではなく、普通の労働者階級のための政治を目指すことを主張した。そして、従業員の代表者を取締役に加えるという公約を掲げた。この主張が支持されたのは、多くの英国国民が EU 離脱を支持した背景に（新自由主義の行き詰まりから生じる）格差問題に対する国民の不満があること、これに対処して社会を安定させるためには、労働者階級の利益を十分考慮する必要があるという（英国支配層を含めた）共通認識があったからであると考えられる。

その後、閣僚や経済界からの反発があり、メイ首相は、従業員の代表者を取締役に加えることを義務化する案をトーンダウンさせ、2016年11月の英国産業連盟（Confederation of British Industry）のカンファレンスで、義務化の旗を降ろし、（企業に利害関係を有する）従業員の声を経営に反映させることが重要であり、企業毎に適切な形態を採用すべきであるといった趣旨の発言を行った。

#### 4.3 ステークホルダー重視に関する議論の経緯

以下では、2018年のCGコード改訂に影響を与えた政府と議会の議論について、それぞれ政府の Green Paper と議会下院委員会の BEISC 報告書に基づいて概観する。

##### 4.3.1 Green Paper

###### 4.3.1.1 Green Paper 公表

英国政府（ビジネス・エネルギー・産業政策省：Department for Business, Energy and Industrial

Strategy) は 2016 年 11 月に Green Paper を公表し、会社法制の改正・見直しに関する考え方を示した (DBEIS : 2016)。そこでは、経営者報酬、ステークホルダーとの関係強化、大規模非公開会社に対する規律について議論がなされている。メイ首相は、Green Paper の冒頭で以下の趣旨の説明を行っている。

○メイ首相の巻頭言の要旨 (抜粋)

政府は、特定の恵まれた少数の者のためだけではなく、すべての人々に有益な経済の構築を目指していく。

私は、企業と市場には、我々全体の繁栄を向上させる力があることを強く信じているが、一方で、人々の資本主義と市場への信頼を繋ぎ止めるためには、巨大企業は彼らの顧客、従業員、そして幅広い人々から信頼され続けることが不可欠である。

この Green Paper は、CG の改善を通じて、巨大企業を強固なものとする新しいアプローチを提示するものである。

ここでは Green Paper の議論のうち、本稿の議論と関係がある、ステークホルダーとの関係強化の部分について検討する。

まず、英国政府の問題意識と Green Paper 作成の背景として、すでに、会社法 (172 条) で、取締役の義務として、幅広い利害関係者の利益を考慮しつつ、株主のために企業を成功に導くことが明示されているが、これが必ずしも十分には実行されていないことが指摘される。そして、英国企業の将来の競争力をさらに向上させるために、従業員、顧客、そして幅広いステークホルダーとのエンゲージメントの体制を改善することが求められることから、その改善方法について検討する必要があるとされる。

そこで、従業員、顧客そして幅広いステークホルダーの声を、取締役会のレベルで取り入れるために、以下の 4 つの選択肢が提示された。(1) から (3) の選択肢は 172 条に直接関連するものであり、(4) の選択肢は戦略報告書に関連するものである (DBEIS : 2017)。

- (1) ステークホルダーから構成される諮問委員会 (stakeholder advisory panel) を構築する。
- (2) 既存の非業務執行取締役に、従業員などの主要なステークホルダーの声を代弁する役割を割り当てる。
- (3) ステークホルダーの代表者を企業の取締役に指名する。

なお、メイ首相が明らかにしたように、従業員代表者や他のステークホルダー代表者を取締役に指名するという「義務」を課すことはない。

- (4) ステークホルダー・エンゲージメントに関する開示義務を強化する。

取締役は、172 条に基づく対応について、戦略報告書に記載する義務を負っているが、その詳細が明確に定められているわけではないことから、不十分な記載がしばしば見られる。政府は、追加すべき開示義務の内容について関心がある。

そのうえで、以下の質問（要旨）について、市中に意見を募った。

質問7. 英国大企業において、取締役会のレベルで、従業員、顧客、そして幅広いステークホルダーの利益を更に強く考慮するようにするには、どのような方法を採用すればいいのか。良い事例はあるか。Green Paper で示した選択肢（またはその組み合わせ）のどれを支持するか（もしあれば）。その理由も説明願いたい。

#### 4.3.1.2 Green Paper に対する意見集約

市中からの意見を踏まえ、政府は2017年8月にGreen Paper に対する意見集約と今後の政府の対応を示す報告書を公表した（DBEIS：2017）。以下では、まず、質問7に関する市中からの意見の要旨を概観する。

全体を通して、殆どの回答者は、ステークホルダーの声の取り入れを強化する必要があるという考え方に賛同したが、どの選択肢が望ましいかについては意見が割れた。多くの回答者は個別企業の選択に委ねるのが良いとの意見であった（para 2.5）。

既存の非業務執行取締役に、従業員などの主要なステークホルダーの声を代弁する役割を割り当てるという選択肢については、多くの回答者から、非業務執行取締役への役割の割り当てに加えて、諮問委員会を設置すると、ステークホルダーからの声の取り入れが、より強化されるという意見が示された（para 2.10）。なお、この選択肢の問題点として、単独の非業務執行取締役に当該役割を割り当てることによって、取締役会の集団としての役割・責任が毀損する懸念があること、当該役割が取締役の義務（株主全体の利益を追求する義務）とコンフリクトが生じる可能性があること、当該取締役が取締役会で孤立する恐れがあること、が指摘された（para 2.11）。

ステークホルダーから構成される諮問委員会を構築する選択肢については、有効だとする者が若干多い程度で、その他の者からはこの選択肢に関して、特にこの選択肢が強制されることに関して、懸念が表明された（para 2.12）。その他の懸念としては、諮問委員会のメンバーがどのように選任されるのか、彼らがどのようにステークホルダーの利益を代弁するのか、諮問委員会が取締役会の意向を制御する十分な権限があるのか、どの程度の資源が必要とされるのか、ステークホルダー間の異なる利益を調整して纏めることができるのか、などである（para 2.13）。

ステークホルダーの代表者を企業の取締役に指名する選択肢については、約40%が賛成、約60%が懐疑的であった（para 2.17）。この選択肢の主な利点として指摘されたのは、取締役会に価値のある新しい視点や運営上の知識がもたらされること、取締役会が長期的アプローチを採用することが奨励されること、取締役会の多様性が改善すること、集団思考（group think）から逃れる手助けとなること、である（para 2.18）。懸念として指摘された主な点は、潜在的な利益相反（取締役が有する株主利益順守義務との利益相反）、2種類の取締役が創造される危険、意思決定が遅延するリスク、特定のステークホルダーを優先する可

能性、適切な個人を選任することの実務的困難さ、である (para 2.19).

この選択肢の賛同者は、ステークホルダー取締役の役割は、特定のステークホルダーの利益代表ではなく、彼らの視点を取締役に提供することであること、そして、ステークホルダー取締役は (秘密保持義務など) 他の取締役と同じ義務と責任を持つべきであること、を明確にする必要があると指摘する (para 2.20). また多くの回答者は、適切な訓練、支援などが必要であること、これは取締役会議長の責任であること、を強調する (para 2.21).

#### 4.3.1.3 政府の結論

政府は、Green Paper に対する市中からの意見を踏まえ、以下の趣旨の結論 (今後の方針) を報告書に明記した (DBEIS : 2017).

##### (1) 報告義務の強化

取締役会による従業員やその他のステークホルダーに対するエンゲージメントの報告義務を強化する.

##### (2) Action 6

政府は、一定規模以上の企業に対して、取締役が、172 条 (従業員の利益、供給者、顧客などとの関係強化を考慮すること) をどのように遵守しているかについての説明を求める、第二次立法 (secondary legislation) <sup>9</sup>を導入する予定である.

##### (3) Action 7

持続可能なビジネスを運営する上で、従業員や株主以外のステークホルダーの利益に関する主張が、取締役会のレベルに反映されることが重要であることから、政府は FRC に対して、コードの改訂を相談する予定である.

政府は FRC に対して、CG コードを改訂して、ロンドン証券取引所のプレミアム市場に上場している企業が、Comply or Explain ベースで、従業員に対するエンゲージメントの3つの形態 (指名された非業務執行取締役、正式な諮問委員会、従業員代表の取締役) のうちの1つを採用することが原則となるよう、検討を求める予定である.

##### (4) Action 8

政府は ICSA と The Investment Association に対して、具体的なエンゲージメントの (合同) ガイダンスの作成を求める予定である<sup>10</sup>. 政府は法律改正を予定していないが、172 条が機能するように、ガイダンスを作成することが有効であると考え.

##### (5) Action 9

政府は、CG コードの改訂とガイダンスの作成、及び新しい法定の報告義務を課すことによって、企業の実務を実際に変えることができると信じている. 政府は、これらの対応が効果的であるかをモニタリングし、対応が不十分の場合には更なる行動をとるつもりである.

#### 4.3.2 BEISC 報告書

既述 (項番 3.2.2) の通り、2017 年 4 月に英国議会下院のビジネス・エネルギー・産業政

策委員会 (BEISC) が、CG に関する報告書を公表した (BEISC : 2017)。この委員会は BHS や Sports Direct といった英国巨大企業の CG の失敗への反省を契機として組成されており、170 を超える組織や個人からの意見徴取、英国主要企業の取締役会議長や最高業務執行取締役、(ケイ報告書を作成した) ジョン・ケイ教授などとの議論を踏まえて本報告書が作成された。また、メイ首相の主張や Green Paper の内容を踏まえて作成されている (2017 年 8 月の Green Paper に対する市中からの意見集約より前に作成・公表されたことから、意見集約を踏まえた政府の結論を反映したものではない)。以下で本節の趣旨に対応する部分について検討する。

#### 4.3.2.1 2006 年会社法 172 条

BEISC 報告書は、172 条 (取締役の義務) に関して、この条文は既存の原則である株主第一主義を維持しつつ、幅広いステークホルダーの利益を保護するように注意深く巧妙に (carefully crafted) 作成されたものであると指摘する。そのうえで、172 条は会社の成功を促進するという目的のためにその他の要素の考慮を求めているものであって、それらの要素 (ステークホルダーの利益) を優先することを定めたものではないとする (para 25)。

また、株主以外のステークホルダーに対する取締役の利益配慮義務が明確ではなく、法廷で争うことが現実的ではない (明確に法的義務違反とはいえない) ことを理解しているとしたうえで、EU 離脱の交渉が始まろうとする中で、英国市場に法律改正といった不確実性を持ち込むべきではないとして、法律改正には否定的なスタンスを示している (para 29)。

#### 4.3.2.2 報告義務

BEISC 報告書は、取締役が株主以外のステークホルダーの利益や、意思決定の長期的な結果を考慮する (取締役の) 義務を真剣に考えるようにするために、より有効な施策をとるべきであること、これは、強力な執行により支援 (担保) された、明瞭かつ正確な報告義務を課することによって最もよく達成できると考えられること、を指摘する (para 30)。

そのうえで、FRC に対して、CG コードを改訂して、172 条義務の履行状況が叙述的に報告されるようにすべきことを求めている。具体的には、取締役会が、ステークホルダーそれぞれ (従業員、顧客、供給業者) の利害をどのように考慮したのか、そしてそれを (財務に関する) 意思決定にどのように反映したのかについて説明すること、企業の目的をどのように遂行したのか、意思決定の長期的な結果をどのように考慮したのかについて説明すること、を求めている。またそれらの利害のどれか一つでも考慮することに失敗した場合には、それらは明確に説明されるべきであるとする (para 34)。

#### 4.3.2.3 諮問委員会と取締役会における従業員代表

BEISC 報告書は、ステークホルダーから構成される諮問委員会について、経営者報酬に関する方針や企業戦略といった特定の論点に関して、取締役がステークホルダーの視点を

把握する際の、正式な枠組みを提供するものである (para 53) としたうえで、諮問委員会は集団討議の場として有用であり、そこではすべてのステークホルダーが、意味のある連携、助言、対話を行うことができることから、BEISC は企業がこの委員会の設置を検討することを強く推奨するとしている (para 54)。

取締役会における従業員代表について、まず、従業員代表の取締役を1名選任しても、それは当該企業の従業員に対するエンゲージメントの基本的な改善には繋がらないし、むしろ、1つの(形式的な)象徴として捉えられるリスクがあるとする。一方で、取締役会に従業員の代表が参加すると、異なる視点、長期的な視点をもたらされるとして、従業員代表の利点を指摘する (para 145)。そのうえで、BEISC は取締役会に多様性をもたらす観点などから (para 147)、多くの企業で取締役会の一員として従業員が選任されることを推奨するとしている (para 146)。なお、従業員代表を強制することには様々な問題があることから、これを強制するものではないこと、一方で、従業員代表を妨げる法律がないことを付言している (para 147)。

#### 4.4 開示での対応

本項では、ステークホルダー重視の議論に対応して、開示面での強化がなされた点について検討する。具体的には、会社法の改正と FRC の戦略報告書のガイダンスの改訂である。

##### 4.4.1 会社法の改正

まず、会社法の改正がなされた点について検討する。英国では、年次報告書の開示に関しては会社法で規律される。Green Paper に基づく政府の結論や議会下院の BEISC 報告書などを踏まえ、2018 年 7 月に会社法が改正されて、172 条に関する詳細な開示が追加されることとなった (The Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018)。これにより企業は、2019 年 1 月 1 日以降に開始される決算期から、年次報告書を構成する戦略報告書 (Strategic report) と取締役報告書 (Directors' report) に、以下の説明を記載することが必要となった。

戦略報告書では、取締役が 172 条の義務 (会社の成功を促進すべき義務) を果たすに際して、172 条 1 項 (a) から (f) の事項 (ステークホルダーの利益など) をどのように考慮したかを記載しなければならないとされた。

取締役報告書では、取締役が従業員とどのような交渉を行った (engage) のか、従業員の利益をどのように考慮したかとその効果について、また取締役がどのように企業と供給業者、顧客その他の者との間のビジネス関係を促進する必要性を考慮したかとその効果について、記載しなければならないとされた。

##### 4.4.2 戦略報告書に関するガイダンスの改訂

会社法の一部改正に合わせ、FRC は 2018 年 7 月に戦略報告書のガイダンスを改訂した (FRC : 2018d)。改訂前のもの (FRC : 2014) と比較して、大幅な変更とは言えないが、戦略報告書の目的に関する記載が変更 (追加) されているので、以下概観する。

○戦略報告書の目的

戦略報告書は、株主全体の利益のために、172条に示される事項を考慮しつつ、企業の成功を促進するという取締役の義務について、どのように取締役が果たしているかを評価するに適切な情報を、株主に提供すべきである (para 4.1).

戦略報告書には、5つの関連した主要目的がある (para 4.3).

- (a) 企業のビジネスモデル、主要な戦略、目的について洞察して示すこと
  - (b) 企業が直面する主要なリスクと、その企業の将来への影響の可能性を示すこと
  - (c) 適切な非財務情報を提供すること
  - (d) 過去のパフォーマンスに関する分析を提供すること
  - (e) 取締役が172条の義務を果たす際に、ステークホルダーやその他の事柄をどのように考慮しているかについて、株主が判断する際に必要な情報を提供すること
- (注) 下線部が今回追加された文言.

以上に示されるように、戦略報告書の目的の変更は、主として会社法の改正部分に対応したものである。なお、ガイダンスでは、172条の取締役の義務は、啓発的株主価値と一致するものであることを明記している (para 8.10).

#### 4.4.3 企業の年次報告書での開示

会社法の改正やCGコードの改訂の議論を踏まえ、英国企業の年次報告書でのステークホルダーに関する開示が増加している。年次報告書を分析したものは複数あり、それぞれ対象企業、対象期間が異なることから、結論に若干の相違はあるが、分析結果の方向性は概ね一致している。

EY (2018) は、FTSE350 企業 100 社の 2017-18 年の年次報告書 (2017 年 12 月末から 2018 年 1 月末にかけて決算期が到来した企業の年次報告書) を分析し、172 条に言及しているものが 11% であり、前年の 1% から増加していること、また 86% の企業が株主以外のステークホルダーについて言及していること (前年は 81%)、を指摘している。言及されたステークホルダーの種類は表 4-1 に示される通りである。

また EY (2018) は、従業員とのエンゲージメントに関して、8% の企業が、CG コード (2018 年改訂版) でいう 3 つの選択肢のうちの少なくとも 1 つを採用 (予定を含む) していること、83% の企業が、従業員とのエンゲージメントについて開示していること、ただし、それらのエンゲージメントがどのように行われているかなどについて明確に開示されているわけではなく、それらは来年以降の課題であること、を指摘している。

FRC (2018e) は、Deloitte (2018)、Black Sun (2018) や EY (2018) の分析を踏まえて、ステークホルダーに関する報告内容は、企業毎にかなり異なっており、現在はその進化過程にあること、また 2018 年の CG コード改訂や戦略報告書の改訂を踏まえ、今後、企業が開

英国コーポレートガバナンス・コード改定に関する一考察  
 —カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き—

示内容を充実させることが期待されるとしている。

表 4-1 年次報告書に記載された株主以外のステークホルダーの種類

	2017-2018 年次報告書	2016-2017 年次報告書
従業員	82%	77%
顧客	77%	62%
社会	63%	59%
供給業者	52%	33%
規制当局・政府	34%	22%
パートナー	25%	11%

(注1) 対象は FTSE350 企業 100 社。

(注2) 例えば 2017-2018 年次報告書は、2017 年 12 月末から 2018 年 1 月末に決算期が到来した企業の年次報告書。

(出所) EY (2018) 15 頁。

以上示されたように、企業の年次報告書において、ステークホルダーに関する開示は増加しているが、ステークホルダーとのエンゲージメントが、企業の長期的な価値創造にどのように結びつくのかといった、具体的かつ詳細な説明・開示については、今後の課題と言えよう。

#### 4.5 CG コードでの対応

##### 4.5.1 改訂前 CG コード (2016 年版)

すでに 4.1.4 で検討したように、改訂前の CG コード (2016 年版) では、序文にステークホルダー利益の考慮についての言及があるものの、本文にはそれらへの言及がない。企業に対して具体的な規律を求める項目を示した **Comply or Explain** の対象としては、ステークホルダーの利益を考慮することが求められていなかったと言える。すなわち、法律上は取締役等にステークホルダー利益の考慮義務があったものの、その実効性が課題であったと言える。

##### 4.5.2 改訂 CG コードの原案提示

政府の **Green Paper** や議会下院の **BEISC** 報告書を踏まえ、FRC は 2017 年 12 月に改訂 CG コードの原案を提示した (FRC : 2017c)。ステークホルダー利益の考慮義務に関して、FRC は概略以下の説明をしている (要旨) (FRC : 2017b)。

○幅広いステークホルダー

- 26 改訂コード（原案）では、取締役会が、幅広いステークホルダーのニーズや視点を考慮する責任があることについて言及している。カルチャープロジェクトでは、企業が従業員を含めた幅広いステークホルダーの視点を考慮することの必要性を強調しており、この考え方は、政府の Green Paper や議会下院の BEIS 委員会の報告書に見られるように、国民の支持を得ている。政府は FRC に対して、CG コードで、企業が幅広いステークホルダーの視点を考慮するという原則（Principle）を設定することに関して、また従業員へのエンゲージメントについての 3 つの選択肢のうちの 1 つを、Comply or Explain の形式で、採用することを求める各則（Provision）を設定することに関して、市中・専門家から意見を聞くことを求めている。
- 27 このアプローチは、すべてのステークホルダーを考慮することによって企業が利得を得るといふ、FRC の見解と整合的である。改訂コード（原案）の原則 C には、株主に対してと同様にステークホルダーに対して効果的なエンゲージメントを確実に行うこと、また株主・ステークホルダーの参画を促すことが、取締役会の責務として記載されている。各則 3 には、従業員の声が取締役に確実に届くようにするための、政府の 3 つの選択肢が記載されている。3 つの選択肢のどれが最適かというコンセンサスがなないことから、改訂コード（原案）では 3 つの選択肢のすべてを記載している。

改訂コード（原案）で特徴的なことは、原則 A で、取締役会の責務として、株主価値を生み出すことと、幅広い社会に貢献することが、並列に記載されている点である。概略以下の記載となっている（FRC：2017c）。これは一見、FRC のスタンスが啓発的株主価値から多元的アプローチに移行したようにも見える。

- A. 成功する企業は効果的かつ起業家精神を有する取締役会によって導かれる。これらの取締役会の役割は、企業の長期にわたる持続可能な成功を促進し、株主に対して価値を生み出し、そして幅広い社会に貢献することである。取締役会は、企業の目的、戦略、価値観を構築すべきであり、またそれらと企業文化が整合的であるようにすべきである。

#### 4.5.3 改訂コード（原案）に対する意見

FRC が 2017 年 12 月に提示した改訂コードの原案に対して、意見提出期限である 2018 年 2 月末までに、275 の意見が寄せられた（FRC：2018c）。概ね好意的な意見であったが、以下の 3 点については更なる検討が必要であるとされた（para 1.9）。

- (1) 企業が従業員とエンゲージメントを行う方法について、（3 つの選択肢以外の方法を認めるなど）十分な柔軟性を許容するのか
- (2) 取締役会議長、非業務執行取締役の独立性に関する論点

### (3) 報酬委員会に関する論点

以下では本稿の論旨に関連する部分について、代表的な団体・企業の意見の内容を、それぞれの意見書の記載に基づいて検討する。まずステークホルダー利益考慮について、取締役会評価機関として著名な **Boardroom Review Limited** は、ステークホルダーの利害は、まだ取締役会では深く議論されておらず、意思決定に十分反映されているわけではないと指摘し、取締役会には、世の中の大きな変化を理解し、将来の展開やトレンドを予想し、戦略を再調整するために、ステークホルダーの意見を聞くことが推奨されるとする。

3つの選択肢について、**ICGN** は3つの選択肢以外にも選択肢はあるので、フレキシビリティを持たせるべきとし、**Institute of Directors** は、まださまざまな論点が残っているので、更なる検討が必要であるとする。一方で **CalPERS** は、取締役会が、幅広いステークホルダーの視点を考慮する義務を有するという改訂コードを喜んで支持するとする。企業の対応として、**GSK** は、従業員との間の現状のエンゲージメント・チャンネルを強化する観点から、3つの選択肢のうちの1つ、又はそれらの複数の組み合わせを実施することを検討中であるとし、**Shell** は、既に別の形で、従業員とのエンゲージメントを有効に行っているため、3つの選択肢に限定するのではなく、フレキシビリティを持たすべきであるとする。

また改訂 **CG** コード (案) の原則 A で、取締役会の責務として、株主価値を生み出すことと、幅広い社会に貢献することが、並列に記載されている点について、**ICGN** は、「幅広い社会に貢献する」の意味が広すぎるし、「貢献する」の意味が明確ではないこと、コードは、172条に示される取締役の義務に対するアプローチと整合的であるべきである (原案は異なる解釈をされる余地がある) こと、を指摘する。**GSK** は、172条の解釈 (取締役の義務) に関して、原案では、現状の株主利益優先の考え方から、株主とステークホルダーの利益を同等に考慮する方向に傾けているような印象を受ける、と懸念を表明する。

**BlackRock** は、すべての取締役は、すべての株主の長期的な利益のために、そして、特定のステークホルダーのためではなく、株主の視点や懸念を代理して、行動すべきであるとし、3つの選択肢それぞれについて懸念を表明する。一方で **TUC (Trades Union Congress)** は、従業員との意味のあるエンゲージメントを行うためには、従業員代表取締役の選任 (取締役会メンバー全体の3分の1とする) と団体交渉の組み合わせが必要であるとし、**BlackRock** とは逆の理由で3つの選択肢では不十分であるとする。

**FRC** はこれらの意見を踏まえ、3つの選択肢についての対応は概略以下とした (**FRC : 2018c**)。

#### ○対応

**FRC** は政府の3つの選択肢を支持する一方で、既に企業が行っている効果的な方法があることも理解する。3つの選択肢以外の方法が効果的であることを確認する観点から、改訂 **CG** コードの各則 5 で、企業がその方法と効果を明示的に説明することを求めることとする。

#### 4.5.4 改訂 CG コード (2018 年版)

以上の検討を踏まえて、2018年7月に改訂 CG コード (2018 年版) が公表された (FRC : 2018a)。そこでは原則 A, D, E 及び各則 5, 6 を中心に、ステークホルダーの利益考慮に関する記載がある。なお、この記載内容は 2017 年 12 月に提示された改訂原案 (FRC : 2017c) と、構成に差異があるものの趣旨は概ね同様のものである。その主な要旨は概略以下の通りである (FRC : 2018a)。

##### 1. 取締役会のリーダーシップと企業の目的

###### ○原則 (Principles)

- A. 成功する企業は効果的かつ起業家精神を有する取締役会によって導かれる。これらの取締役会の役割は、企業の長期にわたる持続可能な成功を促進し、株主に対して価値を生み出し、そして幅広い社会に貢献することである。
- D. 企業が、株主やステークホルダーに対する責任を果たすために、取締役会はそれらに対して効果的なエンゲージメントを行うこと、またそれらの参画を促すこと、を確実にすべきである。
- E. 取締役会は、従業員に関する方針と実践 (policies and practices) が、企業の価値観と整合的で、企業の長期にわたる持続可能な成功を支援するものであること、を確実にすべきである。従業員の懸念は、どのようなものであれ、表明できるようにされるべきである。

###### ○各則 (Provisions)

- 5. 取締役会は、企業の株主以外の主要なステークホルダーの視点を理解し、年次報告書において、2006 年会社法 172 条に示されるような彼らの利害と関心事項を、取締役会での議論や意思決定に際して、どのように考慮したかを記載すべきである。

取締役会はエンゲージメントのメカニズムを常にチェックし、それらが効果的に維持されるようにすべきである。

従業員とのエンゲージメントに際して、以下の方法の 1 つ又はその組み合わせを用いるべきである。

- ・従業員の中から指名された取締役
- ・正式な従業員諮問委員会
- ・従業員の声を代弁する非業務執行取締役

取締役会がこれらの選択肢のうちの 1 つ又は複数の方法を選択していない場合には、どのような代替的な方法が用いられているか、そしてその方法が効果的であると考える理由を説明すべきである。

- 6. 秘密裏に、もし望むなら匿名で、従業員が懸念を表明できるような態勢を整備すべきである。(以下略)

改訂 CG コード（2018 年版）に関するガイダンスには、ステークホルダーの利益考慮に関する補足説明が記載されている（FRC：2018b）。まずステークホルダーの特定について、概略以下の説明がされる。

42. ステークホルダーとの対話は、取締役会にとって、環境の重要な変化を把握し、将来の展開やトレンドを予測し、戦略を再調整することに役立たせることができる。取締役会はまず、彼らのビジネスに重要なステークホルダーを特定することから始めるのが効果的である。そこには、従業員、顧客、供給業者が含まれるであろう。企業の置かれた状況によって、その他の特定のステークホルダー、例えば規制当局、政府、債券保有者、銀行、その他の信用供与者、労働組合、地域社会のグループなどが含まれるかもしれない。

ステークホルダーからフィードバックを受ける方法として、概略以下の説明がされる。

○ステークホルダーからのフィードバックの源泉

- ・ 主要な顧客とのコンタクト
- ・ 顧客からの苦情、満足度のデータ
- ・ 供給業者からのフィードバック
- ・ サーベイ
- ・ ソーシャルメディア
- ・ 特定の論点に関するオーダーメイドのエンゲージメント活動、例えば、労働組合、特定の利益団体、地域社会などに対するもの

また、従業員とのエンゲージメントに関しては、3つの選択肢のどれを採用しても、既に労働組合との交渉を経て確立された労働協約などを排除するものではないことが指摘される（para 53）。また従業員の中から取締役を選任する場合には、(1) 彼らの義務と責任は他の取締役と同等のものであること、(2) 幅広い議論への貢献が期待されること、(3) 彼らに対するトレーニングと支援が不可欠であること、(4) 彼らの役割は従業員の視点を代弁することだけに止まらないこと、が指摘される（para 54）。

## 5 おわりに

本稿では、(1) ステークホルダー利益考慮と (2) 適切な企業文化の構築、に係る改訂部分に絞って、英国の CG コード（2018 年版）の改訂経緯とその内容について検討した。今回の改訂はかなり大幅なものであるが、選択肢や抽象的な内容・記載が含まれていることから、

この改訂が今後の英国企業の対応にどのような影響を与えていくのかについては、個別の事例を分析していく必要がある。なお、今回の改訂は、2019年1月1日以降に決算期が開始される会計年度から適用されるので、年次報告書などで改訂の全般的な影響を把握することが可能となるのは、2020年以降になる（ただし、先行してコードの改訂に対応する企業も存在すると考えられることから、特定の企業に絞った分析は2019年に行うことも可能であろう）。

今後の課題として、まず適切な企業文化の構築に関する論点として以下が想定される。FRCは望ましい企業文化について、健全な企業文化の属性といった一般的なものしか示していない。これは個別企業に相応しい企業文化は、個別企業の取締役会が考えるべきことである、という考え方が背景にあるためと考えられる。そこで企業の開示を通じて、(1)各企業はどのように、望ましい企業文化を特定したのか、(2)そしてその企業文化と企業の目的、価値観、戦略をどのように関連づけたのか、についての検討が求められる。またそれらが表面的なものか、実質的なものか、についての分析も必要であろう。

つぎにステークホルダー利益考慮に関して、企業が3つの選択肢のうちのどれを採用するのか、それはなぜか、その他の選択肢にはどのようなものがあるのか、それは実効性があるものなのか、について具体的な事例に基づいた分析が求められる。そして、3つの選択肢を採用する場合の取締役の法的義務をどのように位置づけるのか、についても検討する必要があるであろう。

改訂CGコード（2018年版）は、啓発的株主価値のアプローチの枠内での対応となっている。これは、啓発的株主価値の考え方に基づく2006年会社法172条の枠内での対応であること、また改訂コードと同時にFRCから公表された戦略報告書のガイダンス（FRC:2918d）にもその旨の記載があること（para 8.10）から明らかである。ただし、改訂コードの原則Aで、取締役会の責務として、株主価値を生み出すことと、幅広い社会に貢献することが、並列的に記載されているなど、多元的アプローチに近づいている側面もある。この原則を企業はどのように理解して対応するのか、具体的には株主利益とステークホルダー利益考慮の関係をどのように整理するのかについて、企業の開示資料から検証することが求められる。

具体的な企業の開示資料に基づいて、これらの論点に関する分析を行うことについては、今後の課題といたしたい。

---

（注）

- 1 英国CGコードの特徴については、林（2015a）参照。
- 2 今回のCGコードの改訂全般を分析したものとして、奥乃（2018）がある。
- 3 FRCは権威ある自主規制機関として、CGの質の向上と、投資促進のための投資情報開示の質の向上を推進している。FRCの役割については、林（2015a）参照。
- 4 わが国のCGコード制定の経緯については、林（2017）参照。
- 5 ケイ報告書では、英国の株式市場が短期取引至上主義のカルチャーに陥ったことによる弊害が問題視され、英国の株式市場が長期的視野に立脚し、企業の高いパフォーマンスと

---

最終投資家の適正なリターンを生み出すような市場に転換するための原則と、規制や市場慣行のあるべき方向性が勧告された。ケイ報告書については、北川・林（2014）及び林（2015b）参照。

<sup>6</sup> FTSE350 企業とは、ロンドン証券取引所に上場する企業のうち、時価総額の上位 350 社をいう。

<sup>7</sup> Johnston（2017）は、多くの利害関係者の利害を考慮することが、長期的には株主利益の向上に繋がるという考え方は、英国において、問題に対する紳士的な沈黙による対応として、以前からよくある考え方であると指摘する。また、この考え方は ESG 投資に対する投資家のスタンスと類似している。すなわち、投資家は受託者責任（投資リターンの最大化）のために、またその範囲内で ESG（環境、社会、ガバナンス）要素を考慮した投資を行うのであって、優先事項はあくまで投資リターンの最大化である。ESG 投資に対する投資家の動機については、林（2019）参照。

<sup>8</sup> 戦略報告書の策定経緯、年次報告書との関係などについては、林（2015b）参照。

<sup>9</sup> 「第二次立法とは、第一次立法である議会制定法による立法権委任に基づき、その権限委任の範囲内で、政府が制定する法規範をいう。」（田中祥貴：2010）

<sup>10</sup> 2017 年 9 月に ICASA と Investment Association の合同ガイダンスが公表された（ICASA and The Investment Association：2017）。

（参考文献）

大塚章男（2014）「イギリス 2006 年会社法における取締役の責務～会社の成功促進義務を中心として～」『国際商事法務』42(3), 359-371.

奥乃真弓（2018）「イギリス社会の長期的な持続的成長を目指すコーポレートガバナンス・コードの改訂」『国際商事法務』46(11), 1505-1513.

川島いづみ（2017）「新版 英法系諸国の会社法 35」『国際商事法務』45(7), 959-966.

北川哲雄・林順一（2014）「投資情報開示とインベストメント・チェーンーケイ報告書の意義」『商学研究』54(2・3), 27-50.

杉浦保友（2007）「イギリス新会社法の下での取締役によるステークホルダー利益考慮義務」『企業の社会的責任』勁草書房

田中信弘（2010）「イギリスのコーポレートガバナンス」『コーポレートガバナンスと企業倫理の国際比較』ミネルヴァ書房

田中信弘（2017）「外部監視とコーポレートガバナンス」『コーポレートガバナンス改革の国際比較』ミネルヴァ書房

田中祥貴（2010）「英国議会と委任立法」『長野大学紀要』32(1), 29-58.

中村信男（2017）「イギリスにおける会社法改正構想ー2016 年緑書「コーポレートガバナンスの改革」に示された会社法改正構想の概観と示唆ー」『比較法学』51(2), 75-111.

林順一（2015a）「英国のコーポレートガバナンス」『スチュワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社

林順一（2015b）「過度なショート・ターミズムの克服を目指したケイ報告書の意義」『スチ

- 
- ユワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社
- 林順一（2015c）「英国のコーポレートガバナンスの特徴とわが国への示唆」『証券経済学会年報』50別冊, 1-2-1～1-2-9.
- 林順一（2017）「社外取締役の活用とコーポレートガバナンス」『ガバナンス革命の新たなロードマップ：2つのコードの高度化による企業価値向上の実現』東洋経済新報社
- 林順一（2019）「ESG 投資と SDGs－投資家と企業の動機」『バックキャスト思考とSDGs/ESG 投資』同文館出版
- Black Sun (2018), *Less Perfection More Authenticity*
- Business, Energy and Industrial Strategy Committee (BEISC) (2017), *Corporate Governance: Third Report of Session 2016-17*
- Deloitte (2018), *Annual Report Insights 2018: Surveying FTSE Reporting*
- Department for Business, Energy and Industrial Strategy (DBEIS) (2016), *Corporate Governance Reform: Green Paper*
- DBEIS (2017), *Corporate Governance Reform: The Government Response to the Green Paper Consultation*
- EY (2018), *Annual Reporting in 2017/18: Demonstrating Purpose, Creating Value*
- FRC (2014), *Guidance on the Strategic Report 2014*
- FRC (2015), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*
- FRC (2016a), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015*
- FRC (2016b), *The UK Corporate Governance Code 2016*
- FRC (2016c), *Corporate Culture and the Role of Boards*
- FRC (2016d), “Corporate Culture and the Role of Boards” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 31 August 2016.  
(<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/13/corporate-culture-and-the-role-of-boards/>)
- FRC (2016e), “Corporate Culture Key to Sustainable Growth”, *FRC HP*, 20 July 2016.  
(<https://www.frc.org.uk/news/july-2016/corporate-culture-key-to-sustainable-growth>)
- FRC (2017a), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016*
- FRC (2017b), *Proposed Revision to the UK Corporate Governance Code*
- FRC (2017c), *Proposed Revision to the UK Corporate Governance Code: Appendix A – Revised UK Corporate Governance Code*
- FRC (2018a), *The UK Corporate Governance Code 2018*
- FRC (2018b), *Guidance on Board Effectiveness*
- FRC (2018c), *Feedback Statement: Consulting on a Revised UK Corporate Governance Code*
- FRC (2018d), *Guidance on the Strategic Report 2018*

- FRC (2018e), *Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/2018*
- Friedman, M., (1970), “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
- Grant Thornton (2017a), *Beyond Compliance: The Building Blocks of Strong Corporate Culture*
- Grant Thornton (2017b), *Corporate Governance Review 2017*
- Grant Thornton (2018), *Corporate Governance Review 2018*
- ICSA and The Investment Association (2017), *The Stakeholder Voice in Board Decision Making*
- Johnston, A., (2017), “The Shrinking Scope of CSR in UK”, *Washington and Lee Law Review*, 74, 1001-1042.
- Kay, J. (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, BIS, London
- Kotter, J. P. and J. L. Heskett (1992), *Corporate Culture and Performance*, The Free Press, New York.
- Schein, E. H. (1999), *The Corporate Culture Survival Guide* (金井壽宏監訳 (2004) 『企業文化 生き残りの指針』 白桃書房)

# 高血圧治療薬における医薬品ライフサイクル・マネジメント の有効性 — ナショナルデータベースによる実証分析 —

## Evaluation of the Effectiveness of the Pharmaceutical Life Cycle Management in the Pharmaceutical Prescription Drugs for Hypertension Therapy: Evidence from the National Database Open Data

藪内 美穂子  
Mihoko Yabuuchi

(論文要旨)

高血圧治療薬における医薬品ライフサイクルマネジメント(LCM)の有効性評価を目的に、後発品参入前後の Angiotensin II Receptor Blocker(ARB)市場を分析した。

LCM では臨床的意義の高い医薬品を開発し再審査期間を延長して、製品価値・収益最大化を目指す。このことから、LCM の成果である先発品が使用錠数・シェアを維持し、再審査期間が使用錠数・シェアにプラスの影響を与えること(仮説)が示されれば、有効とする。

記述統計の結果、先発品は、一定の使用錠数・シェアを維持し、回帰分析では、再審査期間が使用錠数・シェアに対しプラスの影響を与えることが実証された。また、売上1,000億円超の Blockbuster や品質・有効性・安全性の信頼性の高い医薬品で、平均値が高かった。LCM を通じて、患者層の利便性/信頼性/満足度を向上させ、後発品への変更が最小化されており、LCM は有効と評価できる。

(Abstract)

In order to evaluate the effectiveness of pharmaceutical Life Cycle Management (LCM) by pharmaceutical companies, the analysis of market before and after arrival of generics was carried out for the pharmaceutical drug “Angiotensin II Receptor Blocker, ARB”, a drug for hypertension therapy. The description statistics and the regression analysis were conducted using ARB data of the National Data Base (NDB) open data.

LCM is an activity that maximizes product value and sales revenue by developing and improving drugs with high clinical significance and extending the reexamination period. If “Brand drugs” which is result of LCM maintain the number of tablets used/share and the reexamination period gives positive effects on the number of tablets used (hypotheses), LCM will be evaluated as effective.

As a result, the description statistics showed that “Brand drugs” maintained fixed number of tablets and the share. In the regression analysis, it was proved that the reexamination period had a significant positive effect on the number of tablets used/share, and that the number of tablets of “Blockbuster” of which sales is over 1,000 billion yen and “Drugs with reliability to quality, effectiveness and safety” was higher than the others.

In conclusion LCM can be evaluated effective, because the number of tablets used/share of “Brand drugs” were maintained and minimized the number of tablets switched to generics, enhancing convenience, reliability, and satisfaction by extending reexamination period through LCM.

## 1 はじめに

日本では、高齢化に伴い社会保障費が増大している。2016年の社会保障費は119.64兆円とGDPの21.7%を占め、医療費は42.1兆円と社会保障費の35.2%に昇る。医療費の内訳は、薬局調剤医療費が7.59兆円と全体の18.0%を占め、年齢別では、高齢者（65歳以上）の薬局調剤医療費が4.41兆円で、全年齢層の55.2%に昇る。

これらの医療費（薬局調剤医療費を含む）の財源は、公費16.28兆円（38.6%）、保険料20.70兆円（49.1%）、その他（患者負担など）5.16兆円（12.2%）で賄われていることから、医療費削減は、我が国の健康保険制度（国民皆保険）の維持のため、国家の喫緊の課題となっている。医療費削減は、現在、薬剤費をターゲットに、定期的薬価改訂や後発品使用が促進されている。

日本の医療用医薬品市場規模（売上高）は約9.7兆円（2015年）と、世界において米国に次ぐ魅力的な市場であったが、前述の薬価改訂や後発品使用促進策によって、研究開発型製薬企業（新薬メーカー）は、自社の先発品の売上収益減少の煽りを受け、代替品の脅威に曝されている。また、医薬品産業は、研究開発の生産性低下により新薬の承認取得数が減少しており、政府による医薬品産業強化総合戦略のもと、グローバル競争力を有す新薬を創出するため、研究開発力強化・工夫が求められている。

新薬メーカーは、厳しい経営環境の中、後発品（代替品の脅威）に対して、どのように対応しているのだろうか。医薬品産業では、医薬品ライフサイクル・マネジメント（Life Cycle Management, 以降 LCM という）が代表的な経営戦略であるため、本研究では、医療用医薬品の使用状況を分析し、LCMの視点で考察する。

LCMの詳細は、第2章で述べるが、先行研究では、Elley and Hansen（2012）がLCMの戦略的原則を提唱している。戦略的原則は、「臨床的意義が高く」、「医薬品の潜在的患者数を増やせ」、「Return on Investment(ROI)を得られ」、「再審査期間（特許期間）延長可能であること」である。「自社で実施するかライセンスをするか、後発品メーカーに先発品の特許使用許諾を与えて先発品と同一性の高い後発品（Authorized Generics, AG<sup>1</sup>）の開発を許容しライセンス収入を得るというAGビジネスを展開するかなど後発品ビジネス」もLCM戦

略に含まれる。そして、原則を満たす LCM は、ターゲット患者層の利便性を高め、治療に貢献し、売上収益を最大化させるという。この考え方と同様に、山中（2017）は、医薬品 LCM について、新薬の承認数増加や特許期間延長などが参入障壁につながり、後発品への対応戦略上有用であると述べている。また、橋寺他（2013）は、日本の医薬品市場のうち、関節リウマチ治療薬と高血圧治療薬 Angiotensin II Receptor Blocker(ARB)の LCM 活動について分析しており、特に ARB の配合剤<sup>2</sup>は、ARB と利尿剤、ARB と Calcium (Ca)拮抗剤の配合により既存治療薬に比べて効果が高まり副作用は軽減されるため、新薬メーカーの売上・マーケティングへ貢献でき、開発段階の時間と資源を節約すると述べている。

これらの先行研究から、次のことが示唆される。新薬メーカーが顧客層のニーズを満たすため LCM を行うことで先発品の価値が最大化され、患者層の利便性、品質・有効性・安全性への信頼性が向上し、高い満足度が得られロイヤリティ向上につながる。また、別途、医薬品の処方の流れの面からも検討する必要がある。後発品への変更に関しスイッチング・コストが存在している可能性がある。これらのロイヤリティ向上やスイッチング・コストの存在により、低薬価の後発品が参入しても、使い慣れた医薬品を使用継続したいと希望する患者層が多く、また、後発品への変更に関するスイッチング・コストが変化しないために、後発品の使用が進まないことが想定される。つまり、新薬メーカーは、LCM の活動により、先発品の処方量を維持し、後発品への変更を最小化して、売上収益最大化を図っていると想定される。しかし、現在のところ、売上ベースではなくボリュームベースの処方量（医療機関への納入数ではない）への影響を分析した報告は見当たらない。

そこで、本研究では、LCM の活動が医薬品の処方量に与える影響を検討し、新薬メーカーの立場で、LCM の有効性を評価することとした。対象は、LCM の代表的な医薬品である ARB とした。ARB は、単剤で 1,000 億円以上売り上げる大型新薬である「Blockbuster」を複数有し、厚生労働省が公表している後発品使用割合<sup>3</sup>が低く、LCM の効果が先発品・後発品の使用状況に影響している可能性がある〔厚生労働省（2016a）によると、2016 年度の薬剤料ベースの使用割合では、ARB が属す「血圧降下剤」は 15.9%で、「循環器用薬」21.4%に対して低く、循環器用薬の「血管拡張剤」55.2%に対しては、大幅に低い〕。ARB の処方量は、概ね 1 日 1 回 1 錠×処方日数である。このため、被説明変数は、使用錠数を使用することで、その年度にどれだけ使用されたか処方量を把握することができる。説明変数は、LCM の指標として、LCM により延長される「再審査期間」を使用する。

「再審査期間」は、薬事法の規定<sup>4</sup>に基づき、医薬品承認時に、厚生労働大臣により付与される。承認前の臨床試験は、限られた症例数で実施され、患者の年齢や併用薬などが制限された条件下で実施されるが、承認後には多くの患者に色々な状況下で使用され、未知の副作用が発現する可能性がある。このため、新薬メーカーが承認後の再審査期間中に臨床現場の使用実態下での有効性および安全性情報を調査して、再審査期間満了時に再審査申請し、厚生労働省審査管理課中心となり、医薬品の安全性および有効性について再審査する（再審査制度）。再審査期間は、この制度において、医薬品のタイプにより付与される。

先発品である「長期収載品」「配合剤」はそれぞれ個々の医薬品ごとに再審査期間を有す。再審査期間中は、実質的な市場独占販売期間にあたり、後発品は参入できない。

LCMでは、臨床的意義の高い医薬品を開発し「再審査期間」を延長して、製品価値・売上収益最大化させることから、LCMの成果である「長期収載品」・「配合剤」が「使用錠数」「錠数シェア」を維持し、「再審査期間」がこれらの使用状況（「使用錠数」「錠数シェア」）にプラスの影響を与えること（仮説）が示されれば、LCMが有効に機能している、と評価することとした。

本研究を通じて、血圧降下剤「ARB」の後発品使用割合が低い理由を明らかにできる。また、LCM（再審査期間）が使用状況に影響を与えることが示されれば、新薬メーカーの経営戦略（LCM）の評価とともに、後発品使用促進策の評価や薬剤費削減のための新たな提案も可能となる。ARBは、日本人の死因上位を占める心血管・脳血管疾患の強力な原因疾患である「高血圧症」治療薬の第一選択薬で、高齢者に多く使用され、その処方量もさることながら臓器保護作用などの付加価値で1錠あたりの薬価が高い。よって、既存の後発品使用促進策に効果がない場合、別の薬剤費削減策を検討する必要がある。これに伴い、LCMに注目し、LCM（再審査期間）が使用状況に影響するか、どの程度影響するか分析する意義がある。

結論を先取りすれば、再審査期間は、使用状況に有意な影響を与えていることが実証された。新薬メーカーは、戦略的/計画的にLCMを実施して、医薬品の製品価値最大化・再審査期間を延長し、個別効果を高めて、後発品の新規参入を阻止し、参入後も後発品への変更を最小化していた。研究開発の生産性が低下する中、経営資源を有効活用して効果的に後発品へ対応しており、LCMは有効に機能している、と結論付ける。

本稿の章の構成は、第2章にて、医薬品産業の特徴および医薬品LCMを概観し、第3章にて、医薬品使用状況に影響を与える要因やLCMによる影響に関する先行研究および先行研究を踏まえた仮説構築のストーリーを示し、第4にて、実証分析の方法、第5章にて、結果および考察、第6章にて、結論/研究の限界/今後の課題を述べる。

## 2 医薬品産業の特徴と医薬品 LCM

医薬品産業は、規制産業と言われ、参入障壁が高く、薬事承認取得後の再審査期間中は市場独占期間に該当し、後発品は参入できない。さらに、医薬品には、化学物質や製法の特許など複数の特許による参入障壁も存在し、代替品の脅威に加え、新規参入・競合の脅威をも阻止している。これは、医薬品事業がハイリスク・ハイリターンで、研究開発の成功率が25,000分の1から30,000分の1と不確実性が高く、莫大なコストを要し（従来は、300億円から1,000億円）、医薬品による研究開発期間が9から17年程度と長いから、承認後に研究開発費を回収できるように再審査制度・特許制度で保護されているためである。再審査期間は、薬事法の規定に基づき、承認時に、厚生労働大臣に付与され（新しい成分の

場合、8年)、あらかじめ満了日が分かる。新薬メーカーは、再審査期間中にブランド製品価値最大化のため、計画的かつ戦略的に LCM を実施し、売上収益最大化を実現する。

LCM とは、アイデア段階から開発・承認・再審査期間中、医薬品に対して行うマネジメントで、個別医薬品に加え、製品群・ポートフォリオ・事業全体を包含する (図 1)。

段階	創薬	研究開発	承認申請	薬事承認 薬価収載	再審査期間			後発品 新規参入
	(アイデア・導入準備)				導 入 期	成 長 期	成 熟 期	衰 退 期

(注) Kotler and Keller(2006), 網倉・新宅(2016)に基づき筆者作成

図 1 医薬品のライフサイクルの段階

LCM には、既存医薬品を他の疾患にも使用できるようにしたり (適応追加)、効果の強さのニーズにあわせて成分含有量を増加・減少させたり、1日の服用回数を少なくしたり (用法・用量の追加・変更)、水なしで服用できる口腔内徐放錠へ改良したり (剤形追加)、併用する2剤を1剤とし、効果向上/副作用軽減を図るなど (配合剤の追加)、プロダクト・インプルーブメントおよびプロダクト・ライン・エクステンションなどがあげられる。最近では、新薬メーカーが後発品メーカーに特許使用許諾を与え、AG の開発に協力するとともにライセンス収入を得る手法である AG ビジネスも LCM に含まれる。

Elley and Hansen (2012) によると、LCM の戦略的原則は、臨床的意義が高く、医薬品の潜在的患者数を増やせ、Return on Investment(ROI)が得られ、再審査期間が延長可能であること、という。原則を満たす LCM は、ターゲット患者層の利便性を高め治療に貢献し、売上収益を最大化する。橋寺他 (2013) は、ARB の LCM と売上増加の関係性を報告している。

また、バリューチェーンの「開発」の業務活動において、LCM は既存医薬品の改良型医薬品開発のため、新有効成分の開発に比べて、既存の経営資源が有効活用でき、開発期間 (スピード)・コスト面でメリットがある。審査もスムーズとなり承認取得しやすく、生産性が高い。よって、研究開発力の低下を踏まえた場合、LCM は経営効率が良く、医薬品価値を最大化し、患者層の利便性、医薬品への信頼性・満足度が向上し、処方増加/服用継続につながると考えられる。つまり、LCM は、医薬品使用状況に影響を与える可能性がある。

### 3 先行研究と仮説の構築

#### 3.1 先行研究

医薬品の使用状況 (「使用錠数」「錠数シェア」) に影響を与える (または与えられる) 要因に関して、レビューした。内容を 3.1.1.から 3.1.6 に示す。

### 3.1.1 品質・有効性・安全性への信頼性（先発品）

後発品使用割合には、「薬効分類ごとの差異」「都道府県ごとの差異」があり、「薬価差益・医薬分業」、および「品質・有効性・安全性に関する懸念」が影響する。厚生労働省（2017）によると、2016年度調査（「後発医薬品の使用促進の影響及び実施状況調査」）において、調剤薬局で「積極的には調剤していない、しにくい医薬品の種類」として調剤薬局が選択した薬効分類・割合は、「抗悪性腫瘍剤（24.6%）」、「精神神経用剤（36.8%）」、「免疫抑制剤（28.8%）」および「その他の精神神経科領域の傾眠鎮静剤（24.6%）・抗不安剤（24.9%）・抗てんかん剤（22.9%）」である。このとおり、後発品を調剤しづらい薬効がある。

また、同結果では、一般名処方<sup>5</sup>の医薬品は増加しているものの、約30%（140,005品目中31.1%）にとどまっており、患者には「少しでも安くなるなら使用したい」人が約半数（942名中45.6%）存在するものの、「いくら安くなっても使用したくない」という人も一定数みられる（942名中12%）。使用したくない理由は、「有効性や安全性に不安がある」、「実際に後発品に切り替えて副作用が生じた」などである（113名中72.6%）。

以上のことから、「薬効の性質」を考慮した場合、「品質・有効性・安全性への信頼性」が重要であることが示唆され、先発品は、後発品に比べて「品質・有効性・安全性への信頼性」が高く、使用状況に影響を与えられられる。

### 3.1.2 品質・有効性・安全性への信頼性（AG）

沼田（2006）は、がんなどの難治性疾患の治療に生物学的製剤の後発品（Biosimilar）<sup>6</sup>が受け入れられない、と指摘している。上池（2016）は、新薬メーカーが特許切れ以前に付加価値の高い医薬品を開発・上市して後発品の浸透を阻止しているが、後発品では、新薬メーカーから使用許諾を得て開発されるお墨付きジェネリック「AG」に期待できると述べている。AGは、先発品の特許使用許諾を受けて開発され、添加物や製造方法も先発品と同一にすることが容易であることから、品質・有効性・安全性の懸念が解消され、将来の使用増加が期待できる。「AG」は、AGでない後発品（以降、Non AGという）に比べて、「品質・有効性・安全性への信頼性」が高く、使用状況に影響を与えられられる。

### 3.1.3 LCMによる再審査期間の延長、製品価値の最大化（ブロックバスター）

Elly and Hansen(2012)は、LCMの戦略的原則を提唱しており、原則は、臨床的意義が高く、医薬品の潜在的患者数を増やせ、Return on Investment(ROI)を得られ、再審査期間が延長可能なことである。また自社で実施するかライセンスをするか、AGビジネスを展開するかなど、後発品ビジネスもLCM戦略に含む。

山中（2017）は、医薬品LCMについて、クラスター分析により類型化し、「薬事承認重視型」「特許期間延長型」が参入障壁につながると述べている。また、製薬企業によるLCM

を通じた新薬の承認数増加や特許期間延長などが後発品への対応戦略上有用であることを、ARBの事例により述べており、後発品マネジメントもLCMの一環という。

橋寺他(2013)は、日本におけるARBと関節リウマチ治療薬(生物学的製剤)のLCMの活動を分析している。ARBでは既存医薬品を他の疾患にも使用できるようにする「適応追加」や「配合剤」の開発・上市がLCMの活動とし、特に配合剤に注目している。配合剤は、ARBと利尿剤、ARBとCalcium(Ca)拮抗剤の配合により既存医薬品に比べ効果が高まるため、新薬メーカーの売上・マーケティングへ貢献でき、さらに、開発段階の時間と資源を節約すると結論付けている(既存医薬品の改良であるため効率が良い。また、配合剤の薬価は、2剤合計の80%程度と経済的である)。

よって、LCMにより再審査期間が延長された「長期収載品」「配合剤」は、製品価値が高まり、患者層の利便性/信頼性/満足度を向上させ、ロイヤルティ向上を通じて使用状況に影響を与えると考えられる。実際に、ARBでは、ブロックバスター誕生につながっている。

#### 3.1.4 参入障壁: スイッチング・コスト

新薬メーカーのLCMによる製品価値最大化は、先発品ブランドの強化・後発品との差別化となりロイヤルティを向上させ、後発品への変更を最小化する。これとは別途、医薬品の処方の流れでも検討が必要である。まず、医師が一般名処方を行い、薬剤師が調剤時に患者に対して後発品への変更が可能か確認し調剤する流れとなる。医薬品名は院内オーダリング・システム<sup>7</sup>に組み込まれており、システム上で一般名処方が可能であるが、例え一般名処方されたとしても、患者が「長期収載品や配合剤の価値が高い」「後発品の品質面に不安がある」などと考える場合、後発品への変更を拒否される。薬剤師と患者の間には「情報の非対称性」が存在するため、「患者に後発品に関する説明を十分行い使用を促す」という調剤時の薬剤師の行動が重要となる。後発品へ変更が可能な場合、「どの後発品銘柄を採用するか」も、調剤薬局での採用や在庫管理の裁量を有す薬剤師の重要な行動である。

NIKKEI Drug Information (2008)によると、厚生労働省の通知で、薬剤師は後発品への変更時にどの後発品銘柄を選択したか選択基準を患者に説明する旨が規定された〔後発品やお薬手帳の取り扱いに関して「保険薬局及び保険薬剤師療養担当規則」(薬担規則)が2008年4月に改正されたことに伴い、留意事項を3月19日に地方社会保険事務局などに通知〕。この基準は、後発品の品質に関する情報開示状況、薬価、製造販売業者の製造・供給・情報提供体制などの項目で、薬剤師が調剤する際の患者への十分な説明には、今まで以上の長い時間を要す、と懸念される。よって、後発品使用促進のため、一般名処方加算や使用割合に応じた後発品使用体制加算などインセンティブが設けられたものの、薬剤師の業務リソース不足により、後発品へのスイッチング・コストに変化がない可能性が高い。

NIKKEI Drug Information (2016, 2017)によると、後発品採用には「供給が安定しているか」「どのメーカーの製品か」「先発品との同一性」が重視され、病院では「医薬品情報の多さ」が重視されるという。また、調剤薬局で多くの銘柄を置いておけない在庫管理の問題もス

スイッチング・コストとして作用している可能性が高い。よって、LCMの実施された「長期収載品」「配合剤」はスイッチング・コストが変化せず、後発品へ変更されにくいと考えられる。

### 3.1.5 参入障壁: AGにおけるスイッチング・コストの低下

後発品の中でも、AGは、スイッチング・コストを低下させる。NIKKEI Drug Information (2016)によると、後発品の銘柄処方の実態として、医師は「安定供給」「どのメーカーの製品か」「先発品との同一性」を重視するとのことで、先発品との同一性の観点から、「品質・有効性・安全性への信頼性」の面でAGが選択されやすい。AGの薬価は、Non AGと差異がなく、いずれも先発品の50%であり、この点もAGの選択を促進するだろう。

また、AGは、薬剤師にとって、患者への後発品への変更の説明もしやすくなり、患者からも理解が得られやすくなる。NIKKEI Drug Information (2018)によると、後発品へ変更したおかげで副作用が発生したとなると民事訴訟の可能性は残るものの、適正使用情報を十分説明していれば薬事法上の薬剤師の責任はない。しかし、副作用リスク/訴訟リスク回避の観点から、後発品であればAGを採用する薬剤師は多い可能性がある。よって、「AG」はスイッチング・コストを下げ、使用されやすい、と考えられる。

### 3.1.6 医薬品の薬価および個別効果

姉川(1999)は、循環器官用薬を対象に、医薬品需要(納入数)に、「薬価」または「納入価」および「個別効果」(個々の医薬品の特徴を指す)が影響するとして、価格弾力性を分析している。薬価は非弾力的で、納入価は弾力的との結果から、「製薬企業は、薬価低下や需要抑制策に対抗して医薬品需要減少を防ぐために、納入価格を低下させて納入数を増加させるか、または、その質を向上させて個別効果を高めることで需要減少を防いでいる。」とされ、納入数での個別効果の重要性が読み取れる。

本研究で対象とするARB「処方量」(納入数ではない)でも、個別効果を重要視するが、医療の本質や後発品使用割合の低さなどを踏まえ、薬価による影響は想定していない。

## 3.2 仮説の構築

先行研究を踏まえ、医薬品使用状況(「使用錠数」「錠数シェア」)に影響を与える本質的な要因は、個別効果(本研究でも個々の医薬品の特徴を指す)であると考えられる。個別効果は、LCMにより製品価値が最大化されて高まる。そして、患者層の利便性/信頼性/満足度向上(ロイヤルティ向上)、それによるスイッチング・コストの形成、さらに医薬品処方の流れにおける医療関係者のスイッチング・コストの影響により、使用継続され、後発品へ変更されない、と考えられる。つまり、ARB使用状況には、LCMが影響を与える。また、LCMの指標として「再審査期間」が使用可能である。以上のことから、下記の仮説が導かれた。

仮説：ARBの使用状況（「使用錠数」「錠数シェア」）には、LCMの指標である「再審査期間」が影響を与える。

※「再審査期間」はプラスの影響を与える。

※個別効果として、「先発品または後発品であること」「品質・有効性・安全性への信頼性」「Blockbusterであること」は使用錠数にプラスに影響する（ダミー変数で検証）。

#### 4 実証分析の枠組み

実証分析の枠組みでは、本研究の研究手法、データソースおよびデータに関して示す。

##### 4.1 研究方法

###### 4.1.1 ARB 使用状況の分析

まず、後発品新規参入時のARB市場での使用状況を把握するため、後発品新規参入前（2014年度）から後発品新規参入後（2015年度，2016年度）の「使用錠数」「錠数シェア」（＝「使用錠数」/市場全体の「使用錠数」合計）および推移を記述統計により分析する。

先発品の「長期収載品」「配合剤」および後発品の「AG」「Non AG」の4つのカテゴリについて、病院区分ごと（「入院」「入院外（院内）」「入院外（院外）」）ごとの「使用錠数」「錠数シェア」の特徴を把握する。

特に、LCMの活動では、「長期収載品」を対象に適応追加などが行われ、「配合剤」の開発・上市も行われる。また、先発品を販売する新薬メーカーから特許使用許諾を得て開発・上市される「AG」はLCMの活動に含まれるため、「長期収載品」「配合剤」および「AG」の市場動向からLCMによる影響を推測できると考える。

医薬品ごとの「薬剤費」は、次の通り算出される（薬剤費＝薬価×「使用錠数」）。よって、薬剤費の市場動向は「使用錠数」の動向に準じて変動するが、薬価は先発品「長期収載品」を1とした場合、「配合剤」約0.8，後発品（「AG」「Non AG」）約0.5であるため、「薬剤費」「薬剤費シェア」では「長期収載品」「配合剤」は同じ錠数でも数値が高くなり、後発品「AG」「Non AG」では、使用錠数が増加したとしても、その増加効果が目減りし、半減する。ARBは高薬価であり、個々の先発品を後発品へ変更した際の薬剤費削減効果が期待できるが、後発品への変更状況によっては、ARBとして薬剤費削減効果が得られていない可能性が考えられる。

なお、厚生労働省（2016b）によると、社会医療診療行為別統計において、2016年6月の診療報酬明細書審査分の医療用医薬品全体の薬剤料比率は、病院区分ごとに異なり、「入院」10%未満に対して、「入院外（院外）」は40%以上と高い。また、同じく厚生労働省（2016b）によると、2016年6月審査分の院外処方率は73.9%（病院77.5%，診療所72.8%）と70%以上で、調剤薬局への処方箋発行機会が多く、ARBでも同様と考えられることから、「入院外（院外）」を中心に分析し、「入院」「入院外（院内）」との比較を行い、特徴を把握する。「入

院外（院外）」では、調剤時に患者層の先発品・後発品の選択が可能で、ニーズを把握しやすい。

#### 4.1.2 ARB 使用状況に影響を与える要因の分析

次に、記述統計の結果を踏まえ、LCMの指標である「再審査期間」が使用状況に影響を与えるか把握するため、回帰分析を行う。

回帰分析では、分析対象市場全体（2014年度から2016年度）において「再審査期間」が「使用錠数」「錠数シェア」に与える影響を分析し、分析を深めるため「薬剤費」「薬剤費シェア」への影響も分析する。また、「使用錠数」に対して、年度ごとの分析を行い、後発品参入前後の変化について、分析する。

#### 4.2 データソースおよびデータ

データソースは、NDBオープンデータである。NDBオープンデータは、リアルワールドデータとして汎用的に使用可能なビッグデータで、厚生労働省がホームページ上で第1から第3回（2014年から2016年度）のデータを公開しており、「処方薬」の情報も含まれる。「処方薬」の情報には、「内服」「外用」「注射」があり、それぞれについて、病院区分ごと（「入院」「入院外（院内）」「入院外（院外）」）のファイルデータが公表されている。

まず、NDBオープンデータの第1から第3回の「処方薬」「内服薬」の病院区分ごとのファイルデータをダウンロードし、ARBが属する薬効分類「214 血圧降下剤」のARB医薬品レコードを抽出した。次に、分析対象ARB各医薬品の「使用錠数」以外の次の項目を計算した：錠数シェア（「使用錠数」/「使用錠数」合計）、薬剤費（使用錠数×薬価）や薬剤費シェア（「薬剤費」/「薬剤費」合計）（合計は、いずれも年度ごと病院区分ごとの市場合計）。さらに、分析対象の「再審査期間」および医薬品の属性を表すダミー変数（詳細は、5.2.1.1に示す）を追加して、ARBデータベースを完成させた。

ARBデータベースのイメージを次に示す（Y, Sは数値、iは個々の医薬品）（表1）。

ARBデータベースを使用することで後発品新規前後のARB市場での使用状況を分析できる。元データが、診療報酬明細書（レセプト）のデータであるため、使用実態下で実際に調剤された医薬品の数量ベースの処方量（使用錠数）を正確に把握することができ、より現実に近い市場動向を分析できるメリットがある。また、日本全国のレセプト情報を反映しているという点で、カバー率も高い。

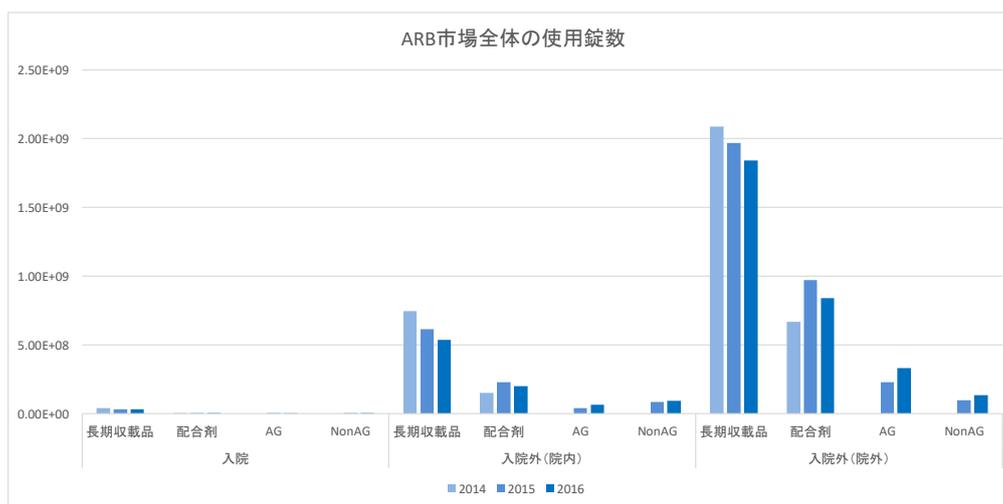
表1 データイメージ（一項目の一部を例示）

医薬品名	年度	先発品/後発品 (後発品=1)	使用錠数	錠数シェア	再審査期間
長期収載品 A	2014	0	Yi	Si	8
配合剤 AB	2014	0	Yi	Si	6
長期収載品 A	2015	0	Yi	Si	8
配合剤 AB	2015	0	Yi	Si	4
AG (Aの後発品)	2015	1	Yi	Si	0.2
長期収載品 A	2016	0	Yi	Si	8
配合剤 AB	2016	0	Yi	Si	6
AG (Aの後発品)	2016	1	Yi	Si	0.2
Non AG (Aの後発品)	2016	1	Yi	Si	0.1

## 5 実証分析の結果

### 5.1 ARB 使用状況\_ARB 市場全体の使用錠数の推移（病院区分ごと）

ARB 市場全体の「使用錠数」が、後発品新規参入前（2014年度）から後発品新規参入後（2015年度、2016年度）にかけて、どのように推移したか、病院区分「入院」「入院外（院内）」「入院外（院外）」ごとに推移を分析した記述統計の結果を示す（図2）。



[単位：錠]

図2 ARB 市場全体の使用錠数（病院区分ごと：「入院」「入院外（院内）」「院外」）

2016年度のARB市場規模は、約40.9億錠で2015年約42.9億錠から減少し、病院区分ごとでは、「入院」4,100万錠（1.01%）、「入院外（院内）」9.02億錠（22.08%）、「入院外（院外）」が31.4億錠（76.91%）と「入院外（院外）」の規模が大半を占めていた。

「長期収載品」の使用錠数は減少傾向で、病院区分間で共通していた。注目すべき特徴として、「配合剤」は「入院外（院内）」「入院外（院外）」で、2015年度に市場が縮小する中、使用錠数が伸長しており、特に「入院外（院外）」で顕著であった。後発品では「AG」「Non AG」いずれも増加傾向で、「AG」が「Non AG」よりも割合が高かったが、この特徴は「入院外（院内）」では異なり、「AG」が「Non AG」より低かった。

医薬品の使用状況は、病院区分ごとに異なり、「入院」は規模が小さく、医薬品種類（銘柄）も在庫管理の都合などで少なく、患者層による「先発品」「後発品」の選択機会がない。入院外（院内）では、従来、薬価差益（卸の販売価格と診療報酬請求時の薬価の差異）を得られる医薬品が使用され、この対策で医薬分業が進んだ。厚生労働省（2016b）によると、2016年6月審査分の医薬分業率は73.9%であり、「入院外（院外）」の規模が拡大し、ARBでは2016年度で76.91%に至った。そして何より、「入院外（院外）」は、調剤薬局で患者層の「先発品」「後発品」の使用意向が反映されやすく市場ニーズの把握に適する。このことから、「入院外（院外）」に注目したところ、LCMの成果である「長期収載品」18.4億錠（45.01%）、「配合剤」8.39億錠（20.52%）で、一定の「使用錠数」の割合（錠数シェア）を維持していた。後発品では「AG」3.31億錠（8.10%）と「Non AG」1.34億錠（3.28%）に比べ割合が高かった。以上の結果より、「長期収載品」「配合剤」「AG」では、LCMによる影響が示唆される。

## 5.2 回帰分析の結果

回帰分析では、ARB使用状況に対して、LCMの指標「再審査期間」がどの程度影響を与えるか分析した。結果について、モデル、基本統計量、相関係数、および結果の順に示す。

### 5.2.1 重回帰モデル

#### 5.2.1.1 重回帰モデル1

下記の重回帰モデル1を用いて、分析を行う。

重回帰モデル1：

$$\ln(\text{tablets})_{it} = \alpha + \beta_1 \ln(\text{patent})_{it} + \beta_2 (\text{gedummy})_{it} + \beta_3 (\text{safetydummy})_{it} + \beta_4 (\text{blockbusterdummy})_{it} + \beta_5 (\text{fydummy1})_{it} + \beta_6 (\text{fydummy2})_{it} + U_{it} \quad (1)$$

$\alpha$ ：切片， $\beta_{1-6}$ ：回帰係数， $U$ ：誤差項， $i$ ：1, ..., n， $t$ ：2014, 2015, 2016

被説明変数は、「使用錠数（対数）」「錠数シェア（対数）」などで分析した（表2）。

説明変数は、LCMの指標である「再審査期間」を使用し、医薬品の属性を示すダミー変数を追加し使用した（表3）。その際に考慮した特徴について、補足説明を加える（表4）。

表2 被説明変数

変数名	略称	定義	データソース
使用錠数 (対数)	ln(tablets)	医薬品使用錠数(単位:錠)の対数値	NDB オープンデータ
錠数シェア (対数)	ln(tshare)	錠数/市場全体の使用錠数(単位:小数)の対数値	-
薬剤費 (対数)	ln(sales)	使用錠数×薬価(単位:円)の対数値 薬価: ln(price)	NDB オープンデータ
薬剤費シェア (対数)	ln(sshare)	薬剤費/市場全体の薬剤費(単位:小数)の対数値	-

表3 説明変数

変数名	略称	定義	データソース
再審査期間 (対数)	ln(patent)	再審査期間(年):満了日-承認日 (対数)	インタビューフォーム
後発品ダミー	gedummy	後発品=1, 先発品=0	NDB オープンデータ
信頼性ダミー	safetydummy	長期収載品/配合剤/AG=1, Non AG=0	-
Blockbuster ダミー	blockbusterdummy	Blockbuster=1, それ以外=0	-
年度ダミー1	fydummy1	2015年度=1(基準:2014年度)	-
年度ダミー2	fydummy2	2016年度=1(基準:2014年度)	-

表4 医薬品の特徴

先発品/後発品	カテゴリー	再審査期間(平均年数)	補足説明
先発品	長期収載品	7.75(注)	信頼性が高い. 一部が Blockbuster 化.
	配合剤	4.15	2剤を1剤に配合. 信頼性が高い.
後発品	AG	0.2(注)	先発品と同一性高く, 信頼性が高い.
	Non AG	0.1(注)	従来の後発品. 品質面の課題有す.

(注) 長期収載品では初回承認時の期間に適応追加時の期間を合算, 後発品は期間がなく, 便宜上の設定. AGは2倍.

### 5.2.1.2 重回帰モデル2

入院外(院外)における年度ごとの分析では, 下記の重回帰モデル2を用いて分析を行う.

重回帰モデル2:

年度ごとにモデルを適用( $t=2014, t=2015, t=2016$ の3パターンで推定): (2)

$$\ln(\text{tablets})_{it} = \alpha + \beta_1 \ln(\text{patent})_i + \beta_2 (\text{gedummy})_{it} + \beta_3 (\text{safetydummy})_{it} + \beta_4 (\text{blockbusterdummy})_{it} + U_{it}$$

$\alpha$ : 切片,  $\beta_{1-4}$ : 回帰係数,  $U$ : 誤差項,  $i: 1, \dots, n, t=2014, 2015, 2016$

## 5.2.2 基本統計量および相関係数

入院外（院外）の基本統計量および相関係数を示す（表 5，表 6）。

表 5 基本統計量

変数名	略称	標本数	平均	標準偏差	最小	最大
使用錠数(対数)	ln(tablets)	139	17.53	0.97	16.00	19.71
薬剤費(対数)	ln(sales)	139	21.98	1.31	19.08	24.53
錠数シェア(対数)	ln(tshare)	139	-4.338	0.997	-5.915	-2.028
薬剤費シェア(対数)	ln(sshare)	139	-4.570	1.320	-7.416	-1.960
薬価(対数)	ln(price)	139	4.451	0.586	2.809	5.353
再審査期間(対数)	ln(patent)	139	0.764	1.719	-2.303	2.419
後発品ダミー	gedummy	139	0.24	0.43	0	1
信頼性ダミー	safetydummy	139	0.86	0.35	0	1
Blockbuster ダミー	blockbusterdummy	139	0.30	0.46	0	1

表 6 相関係数

変数	ln(tablets)	ln(sales)	ln(tshare)	ln(sshare)	ln(price)	ln(patent)	ge dummy	safety dummy	blockbuster dummy
ln(tablets)	1								
ln(sales)	0.9103*	1							
ln(tshare)	0.9986*	0.9087*	1						
ln(sshare)	0.9133*	0.9986*	0.9134*	1					
ln(price)	0.3767*	0.7264*	0.3754*	0.7182*	1				
ln(patent)	0.5605*	0.6513*	0.5591*	0.6496*	0.5268*	1			
gedummy	-0.5019*	-0.6693*	-0.5017*	-0.6666*	-0.6643*	-0.9238*	1		
safetydummy	0.5401*	0.6140*	0.5355*	0.6115*	0.4774*	0.7339*	-0.7204*	1	
blockbusterdummy	0.4012*	0.2915*	0.3999*	0.2924*	-0.0137	0.4335*	-0.3744*	0.2698*	1

## 5.2.3 使用状況に影響を与える要因の分析結果

### 5.2.3.1 「再審査期間」の影響

入院外（院外）の「使用錠数」「錠数シェア」「薬剤費」「薬剤費シェア」に対して、「再審査期間」がどの程度影響を与えるか分析した結果を示す（表 7）。

錠数ベースの推定の結果、「再審査期間」の係数は、約 20.2 であり有意差が認められた。つまり、「再審査期間」は「使用錠数」「錠数シェア」に対して、有意に影響を与えることが実証された。その影響の程度は約 20.2%であり、再審査期間を 1%延長することで「使用錠数」「錠数シェア」は約 20.2%増加することが確認された。

なお、結果は記載していないが、病院区分ごとの推定では、「再審査期間」は、「入院」「入院外（院内）」では有意差が認められず、上記の結果は、「入院外（院外）」特有の結果であった。これは、「入院」「入院外（院内）」の市場規模が小さいうえに、「入院」では「配合剤」と「AG」の使用錠数・錠数シェアがほぼ等しく差がないこと、「入院外（院内）」では、AG

(再審査期間は Non AG の 2 倍) が Non AG より使用錠数が低いため、と考えられる。

また、「信頼性ダミー」「Blockbuster ダミー」の係数は、有意差が認められたが「後発品ダミー」では有意差が認められなかった。つまり、信頼性の高い医薬品(「長期収載品」「配合剤」「AG」)や「Blockbuster」は、そうでない医薬品に比べ、より使用されているが、「後発品(AG, Non AG)は、先発品と明確な差異がなかった。多重共線性について、VIF 平均値は 3.84 で、10 を超えるものはなかった(本研究は、医療分野の必要な変数の影響を見ることを主目的としているため、基準を 10 とした)。

表 7 入院外(院外)における「再審査期間」の影響

説明変数	略称	錠数(対数) ln(tablets)	錠数シェア(対数) ln(tshare)	薬剤費(対数) ln(sales)	薬剤費シェア(対数) ln(sshare)
再審査期間(対数)	ln(patent)	0.2018** (0.0996)	0.2018** (0.0996)	0.0421 (0.1250)	0.0421 (0.1250)
後発品ダミー	gedummy	0.4486 (0.3773)	0.4486 (0.3774)	-1.0819** (0.4737)	-1.0819** (0.4737)
信頼性ダミー	safetydummy	0.8828*** (0.2599)	0.8828*** (0.2599)	0.9919*** (0.3262)	0.9919*** (0.3262)
Blockbuster ダミー	blockbuster dummy	0.3936*** (0.1484)	0.3936*** (0.1484)	0.0623 (0.1863)	0.0624 (0.1864)
2015 年度ダミー	fydummy1	-0.8443*** (0.1877)	-0.8443*** (0.1877)	-0.8790*** (0.2368)	-1.0299*** (0.2357)
2016 年度ダミー	fydummy2	-0.7902*** (0.1886)	-0.7902*** (0.1886)	-0.9460*** (0.2368)	-0.9589*** (0.2368)
切片		17.0877*** (0.3158)	17.0877*** (0.3157)	22.1233*** (0.2369)	-4.3617*** (0.3963)
観測数		139	139	139	139
決定係数		0.4528	0.4528	0.5253	0.5322

(注1) 決定係数は、自由度修正済み決定係数。括弧内は標準誤差を示す。(注2) \*: p<0.1, \*\*: p<0.05, \*\*\*: p<0.01.

一方、薬剤費ベースの推定の結果、「再審査期間」の係数は、有意差が認められなかった。つまり、「再審査期間」は、「薬剤費」「薬剤費シェア」には影響を与えない。これは、再審査期間が長くても、豊富な種類(例えば、2mg 錠、8mg 錠、12mg 錠の規格)のうち低用量の 2mg 錠になると、有効成分含有量に応じて薬価が低くなり、薬剤費への増加インパクトが軽減されるためと考えられる。よって、ニーズにあわせて低用量の医薬品を開発上市することで、薬剤費ベースでの増加軽減が可能であることが示唆される。

高血圧治療薬における医薬品ライフサイクル・マネジメントの有効性  
 ナショナルデータベースによる実証分析

「Blockbuster ダミー」の係数でも、有意差が認められなかった。つまり Blockbuster の医薬品は、「薬剤費」「薬剤費シェア」が高いとは言い切れない。Blockbuster は広く普及し使用されているが、低用量も含まれ、「薬剤費」「薬剤費シェア」の増加インパクトが軽減されているためと考えられる。

よって、LCM を通じて再審査期間を延長することは、「入院外（院外）」において、「使用錠数」「錠数シェア」にプラスの影響を与え、有効である、と言える。また、LCM を通じて、効果の強さのニーズにあわせて低用量の医薬品を提供することは、「使用錠数」「錠数シェア」に影響を与えるが、「薬剤費」「薬剤費シェア」は増加させず、経済的意義が示唆された。

### 5.2.3.2 「再審査期間」の影響（年度ごとの推移）

入院外（院外）の分析の結果のうち、「使用錠数」に注目し、「使用錠数」に対して「再審査期間」が与える影響を年度ごとに分析した結果を示す（表 8）。

推定の結果、「再審査期間」の係数は、年度ごとに変化が認められ、2014 年度、2015 年度には有意差が認められなかったが、2016 年度には、係数は約 0.404 であり、有意差が認められた。つまり、「使用錠数」に対して、「再審査期間」は、後発品参入後に時間を経るごとに、有意に影響を与えるように変化し、2016 年度には約 40.4%プラスの影響を与えることが確認された。

表 8 入院外（院外）における「再審査期間」の影響（2014 から 2016 年度の推移）

説明変数	略称	使用錠数		
		2014 年度 ln(tablets) <sub>2014</sub>	2015 年度 ln(tablets) <sub>2015</sub>	2016 年度 ln(tablets) <sub>2016</sub>
再審査期間（対数）	ln(patent)	-0.0668 (0.1645)	0.2008 (0.1662)	0.4037** (0.1736)
後発品ダミー	gedummy	-	0.3623 (0.6383)	1.1479* (0.6159)
信頼性ダミー	safetydummy	-	0.8530 (0.4530)	0.7635** (0.3326)
Blockbuster ダミー	blockbusterdummy	0.6517*** (0.2707)	0.3788 (0.2679)	0.3278 (0.2175)
切片		18.3162*** (0.2854)	16.2954*** (0.4851)	16.0891*** (0.3707)
観測数		21	58	60
決定係数		0.1775	0.2812	0.4082

（注 1）決定係数は、自由度修正済み決定係数。括弧内は標準誤差を示す。（注 2）\*: p<0.1, \*\*: p<0.05, \*\*\*: p<0.01.

また、ダミー変数は、2014年度は「Blockbuster ダミー」の係数で有意差が認められたが、2015年度には認められなくなり、代わりに「信頼性ダミー」「後発品ダミー」の係数で有意差が認められるよう変化した。つまり、後発品参入前は、Blockbuster が使用されやすく、後発品参入後は、信頼性の高い医薬品（「長期収載品」「配合剤」「AG」）や「後発品（AG, Non AG）」が、より使用されるよう変化している（ただし、後発品は通年では有意差はない。後発品の増加はAGによる）。多重共線性については、前述の場合（5.2.3.1 「再審査期間」の影響）と同様である。

上記の通り、患者層の医薬品使用意向が反映されやすいARB市場の「入院外（院外）」では、後発品新規参入後には、「再審査期間」が使用状況に対して、有意に影響を与えることが実証された。また、使用錠数において、その影響は年度を経るごとに高まるという特徴が見出された。2014年度は先発品同士の比較では差異が認識されにくかったが、2015年度の後発品参入後は、医薬品の選択肢が広がって、処方時の医薬品同士の比較や調剤薬局での先発品・後発品の比較が可能となり、従来よりも医薬品の個別効果が強調されるようになり、愛用され続けた可能性が考えられる。その結果、2016年度に「再審査期間」が、有意に影響するという結果に表れたと考えられる。実際には、市場では「再審査期間」が何年であるか情報提供されないので、期間としては認識されないが、臨床的意義の高さ/利便性/信頼性/満足度を以って間接的に「再審査期間」が認識されていると考えられる。これは、実際に、「Blockbuster」のみから、LCMの成果の「長期収載品（Blockbuster含む）」「配合剤」「AG」など信頼性の高い多様な医薬品が好まれるよう変化したことからも示唆される。

### 5.3 結果の考察

実証分析の結果に関して、下記の通り考察した。

LCMによる再審査期間延長の効果：本研究のARBの再審査期間は、先発品の「長期収載品」が最も長く、平均7.75年、「配合剤」は平均4.15年である。「長期収載品」の一部がBlockbuster化し、「長期収載品」「配合剤」は、信頼性が高い医薬品である。「後発品」には再審査期間はないが、「AG」は信頼性が高いと考えられ、便宜上「Non AG」0.1年、「AG」0.2年を設定した。「入院外（院外）」では、再審査期間が長い医薬品の使用錠数・錠数シェアが高く、再審査期間が有意に使用錠数・錠数シェアに影響を与えることが実証された。

新薬メーカーは、患者層のアンメット・メディカルニーズを充足するため、再審査期間中に心不全の適応追加や低用量/高用量の追加（用法・用量の追加・変更）、配合剤の追加などのLCMを行い再審査期間を延長することで、ARBの製品価値を最大化してきた。その結果、使用した患者層の医薬品への利便性/品質・有効性・安全性への信頼性/満足度が向上し、ロイヤルティが向上するとともに、他医薬品へ変更することに対する不安や手間（スイッチング・コスト）が高まり、後発品参入後も、愛用する先発品の使用継続意向が強く、また、スイッチング・コストも変化せず、後発品への変更が最小化されていると考えられる。

「長期収載品」は、その使用患者数の多さから **Blockbuster** が誕生し、長期にわたり愛用され、**Blockbuster** 化することで、ブランドイメージが強化され、さらに使用意向が高まるという好循環も考えられる。また、後発品参入後には、後発品との比較から、より品質・有効性・安全性への信頼性に注目され、先発品の差別化された特徴（個別効果）が強調され、再審査期間の意義が際立っていると考えられる（「再審査期間」の情報は随時提供されないため、間接的に臨床的意義などを認識しているとの意味合い。ブランドイメージも含む）。実際に、信頼性の観点から、**Blockbuster** でない「長期収載品」「配合剤」や後発品では、「AG」が選好されており、これらは再審査期間が長い。再審査期間延長により個別効果が高まり、その結果、使用状況に影響し、後発品参入後も機能している可能性が考えられる。

医薬品の処方の流れの面でも、再審査期間中に医薬品処方システムが確立されていること、薬剤師による後発品への変更の説明/在庫管理の煩雑さ（在庫切れ時の緊急調達の対応含む）/リソースの問題などにより、薬剤師のスイッチング・コストが変化せず、診療報酬制度上のインセンティブはあるものの、後発品への変更割合が低い。さらに、薬剤師のリスク回避的な行動も考えられる。例えば、後発品へ変更することで生じ得る副作用リスクや発生時の訴訟リスクがあるが、これらは、LCMの成果である先発品への個別効果への認識が高いが故に、よりリスク回避的となる可能性がある。しかし、「AG」であれば「先発品」と同一性が高く、「品質・有効性・安全性」の懸念が少なくスイッチング・コストを低下させ、使用されやすい。医師が銘柄指定で処方する際や薬剤師が調剤時に説明する際、安心して勧められ、患者層もAGなら比較的安心でき、薬価も先発品の50%と経済的意義も高い。

臨床的意義の効果：**Blockbuster** を含む「長期収載品」は、「配合剤」や後発品への変更対象だが、一定の「使用錠数」「錠数シェア」を維持し、2015年度は「配合剤」が伸長した。

「**Blockbuster**」では、適応追加や、低用量の開発など（用法・用量の追加）のLCMが行われた。特に低用量医薬品は、生理機能が低下した高齢者や身体の小さい女性にとって利便性と臨床的意義ある改善をもたらし、薬価は、有効成分に応じ低薬価で経済的意義も有す。

「配合剤」は、異なる薬理作用を有す医薬品2剤を配合することで、臨床効果を高めながらも副作用軽減が可能となり、臨床的意義ある改善をもたらし、薬価は配合した2剤の80%程度と経済的意義も有す。また2剤を1剤に配合することで飲み忘れを防ぎ、臨床効果が高まる。このように、新薬メーカーは、市場における患者層のニーズを把握し、ニーズにあう臨床的意義の高いARBを、自社の経営資源を有効活用して開発し、スムーズに審査を進め、承認時に再審査期間を延長してきた。

再審査期中にARBの製品価値は、個別効果として認識され、患者層の利便性/信頼性/満足度が向上し、ロイヤルティが向上して、後発品参入後もスイッチされていない。後発品の「AG」は、先発品と同一性が高く安心して使用でき、臨床的意義を有し、浸透している。

## 6 おわりに—結論/研究の限界/今後の課題—

新薬メーカーは、後発品参入による売上収益減少（代替品の脅威）に対して、どのように対応しているのか、LCMの有効性を評価することを目的に、高血圧症治療薬 ARB 市場を対象に分析を行った。新薬メーカーは、戦略的/計画的に LCM を実施して、医薬品の製品価値最大化・再審査期間を延長し、個別効果を高めて、後発品の新規参入を阻止し、参入後も後発品への変更を最小化していた。研究開発の生産性が低下する中、経営資源を有効活用して効果的に後発品へ対応しており、LCMは有効に機能している、と結論付ける。

医薬品には臨床的意義が最も重要で、新薬メーカーは LCM を通じて製品価値を最大化し個別効果を高めていることから、後発品使用が進まず、これが使用割合の低さに影響していると考えられる。後発品は低薬価であるだけでは個別効果に対応できず、低薬価のみを訴求するような後発品使用促進策には限界があると言わざるを得ない。さらに、新薬メーカーは、LCM を通じて「低用量医薬品」、「配合剤」、「AG」など患者層のニーズにあった臨床的意義の高い医薬品かつ従来の長期収載品よりも経済的意義を有す医薬品を開発・上市することで、薬剤費削減にも協力している（詳細は、考察の内容のとおり）。AG に関しては、ライフサイクル後期に特許使用許諾を後発品メーカーに与えライセンス収入を得る AG ビジネスや、合弁会社を設立して AG を手掛けるなどの手法で使用促進に協力している。その他、医療費最適化の観点では、新薬メーカーと患者層では「情報の非対称性」があることから政府による介入である薬価改訂も効果的で定期的に行われている。また、高齢者の多剤併用を減らす取り組み、高額医薬品の最適使用ガイドラインの設定・遵守、医薬品適正使用推進により未然に副作用を防ぐ対応など本質的な医療の実践も重要と考える。

最後に、研究の限界と今後の課題について述べる。データは、元データがレセプトデータであり、割合は微小と思われるが診療報酬請求されていない分は把握されない。また、内服データは、「患者数」「患者背景」「臨床効果」などの情報を有しておらず、患者ベースでの使用状況/有効性・安全性/費用対効果の分析には、他の医療情報データベースを要す。

医薬品使用状況に影響を与えられとされる要因は、他にも検討の余地がある。「薬価」は、今回は、研究目的や先行研究などを考慮し、説明変数に含めなかった：欠落変数バイアスに関して、変数を入れた状態から「薬価」を除き、自由度修正済み決定係数などを確認したが、懸念される影響は認められなかった。一方、「薬価」を含むことで、他の変数の係数や標準誤差に大きな変動があり、多重共線性が懸念されたため除いた。今後、薬価制度の内容を十分検討したうえで、要因と考えられる場合には、研究対象として検討する。

本研究の分析期間は、後発品新規参入前後の合計3年間であり、先発品の使用状況や後発品の浸透状況に関しては、より長期的影響を分析していく必要がある。

今後、これらの点を踏まえて研究を継続し、経営戦略の評価や薬剤費削減に貢献したい。しかし、短期的な先発品の使用錠数削減や後発品使用促進のみに気を取られるのではなく、薬剤費削減効果をどのように適切に評価するかの視点や、費用対効果に優れた医薬品には

見合ったコストをかけ、次の開発につなげる長期的な視点も重要視していきたい。

<sup>1</sup>山中（2017）では、「新薬メーカーから医薬品特許権の使用許諾を受けて開発・上市される後発品」と定義される。先発品と有効成分、原薬や添加物、製造方法で同一性を有す。AGも臨床試験をしていないが、新薬メーカーの医薬品特許使用許諾を受け先行して開発に着手でき、先発品と同一の化合物で、品質・有効性・安全性への懸念が少ない。

<sup>2</sup>ARBでは、利尿剤との配合剤、Ca拮抗剤との配合剤が開発された。例えば、武田薬品工業株式会社のエカードは、利尿剤（ヒドロクロチアジド）との配合。ユニシアは、Ca拮抗剤（ジヒドロピリジン系Ca拮抗剤）との配合（インタビューフォームより）。

<sup>3</sup>後発品使用割合（数量ベース）＝（後発医薬品の数量）／〔（後発医薬品のある先発医薬品の数量）＋（後発品医薬品の数量）〕。※薬剤料ベースは、「数量」を「薬剤料」へ変更。

<sup>4</sup>薬事法第14条の4（新医薬品等の再審査）の条項で、厚生労働大臣による再審査期間の指定についての規定。例えば、希少疾病等医薬品は10年で、これは第14条の4.イ「希少疾病医薬品そのた厚生労働省令で定める医薬品として厚生労働大臣が薬事・食品衛生審議会の意見を聴いて指定するものについては、その承認があった日後、6年を超え、10年を超えない範囲内において厚生労働大臣の指定する期間」の条項に基づく。

<sup>5</sup>厚生労働省によると、医薬品名には、商品名または一般名がある。商品名は製薬企業が命名する販売名称（銘柄名）、一般名は、有効性分が同一の医薬品で英名はGeneric Nameである。一般名処方とは、医師が処方箋に一般名を記載して処方する場合をいう。この場合、後発品への変更が可能となる。2012年診療報酬改定で、一般名処方加算が新設された。

<sup>6</sup>山中（2017）では、「生物学的製剤（バイオ医薬品）は、一般的にはバイオテクノロジーを用いて生産された医薬品」と定義される。バイオ医薬品の後発品がBiosimilarである。

<sup>7</sup>日本薬学会薬学用語辞典によると、「各種医療業務実施効率化のため、処方箋、検査等の医療情報をコンピュータ入力しオーダーするシステム」である。医薬品処方のオーダーでは、医薬品名称を事前に登録し、処方時に選択するケースが多い。

#### （参考文献）

姉川知史（1999）、「医薬品価格と需要の実証研究：循環器官用薬における薬価低下政策の影響」『医療と社会』9(2), 1-17.

網倉久長・新宅順次郎（2016）,『経営戦略入門』日本経済新聞出版社, 227-292.

小黒一正・菅原琢磨（2018）,『薬価の経済学』日本経済新聞出版社.

上池あつこ（2016）,「お墨付きジェネリック」『神戸大学経済研究所 RIEB ニュースレター』168, 1-6.

厚生労働省（2015a）,『医薬品産業強化総合戦略～グローバル展開を見据えた創薬～』（平成27年9月4日策定 平成29年12月22日一部改訂）

厚生労働省（2015b）,『最近の調剤医療費（電算処理分）の動向～2015年度版～』

- 厚生労働省 (2016a), 『最近の調剤医療費 (電算処理分) の動向~2016 年度版~』
- 厚生労働省 (2016b), 『2016 年社会医療診療行為別統計』
- 厚生労働省 (2017), 『平成 28 年度診療報酬改定の結果検証に係る特別調査 (平成 28 年度調査) の結果について: 後発医薬品の使用促進の影響及び実施状況調査』 (平成 29 年 2 月 22 日中央社会保険医療協議会診療報酬改定結果検証部会)
- 厚生労働省 (2018), 『平成 28 年度国民医療費の概況: 国民医療費・対国内総生産・対国民所得比率の年次推移/診療種別国民医療費/年齢階級別国民医療費/財源別国民医療費』
- 国立社会保障・人口問題研究所 (2018), 『平成 28 年度社会保障費用統計: 部門別社会保障給付費の推移』
- 菅原琢磨・南部鶴彦 (2014), 「後発品医薬品の市場シェア決定要因と普及促進策の効果-高脂血症薬「プラバスタチン」における後発品参入の事例-」『経済志林』 81(2-4),83-108.
- 内閣府 (2015), 『経済財政運営と改革の基本方針 2015~財政再生なくして財政健全化なし~』 (骨太方針) (平成 27 年 6 月 30 日閣議決定)
- 内閣府 (2017), 『経済財政運営と改革の基本方針 2017~人材への投資を通じた生産性向上~』 (骨太方針) (平成 29 年 6 月 9 日閣議決定) .
- 内閣府 (2018), 『統計表: 平成 28 年度国民経済計算年次推計』
- 内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省 (2018), 『2040 年を見据えた社会保障の将来見通し (議論の素材)』 (平成 30 年 5 月 21 日) .
- 玉石仁 (2013), 「後発品医薬品使用促進政策の効果」『医療産業政策研究所リサーチペーパーシリーズ』 61.
- 日経 BP 社 (2008), 『NIKKEI Drug Information』 2008.04, 13.
- 日経 BP 社 (2016), 『NIKKEI Drug Information』 2016.02, 56-58.
- 日経 BP 社 (2017), 『NIKKEI Drug Information』 2017.11, 34-37.
- 日経 BP 社 (2016), 『NIKKEI Drug Information』 2018.06, 59.
- 日本製薬工業協会 (2018), 『DATA BOOK 2018 -医薬品市場規模- (資料: 厚生労働省「医薬品・医療機器産業実態調査」)』
- 沼田稔 (2006), 「米, 後発品をめぐる 2 つの苛立ち-発売遅延取引とバイテク問題-」『医薬ジャーナル』 42(11), 2705-2707.
- 堀田真里 (2012), 「後発品医薬品の普及に関する経済学的視点からの検討」『経営論集』 80, 119-135.
- 『薬事ハンドブック 2017 薬事行政・業界の最新動向と展望』 じほう, 4-9/373-375.
- 『薬事ハンドブック 2018 薬事行政・業界の最新動向と展望』 じほう, 357-359/368/369.
- Kotler, P. and Keller, K.L. (2006), *Marketing Management (12<sup>th</sup> edit.)*, Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Yamanaka, T. and Kano, S. (2016), “Mapping LCM Activities for Blockbuster Drugs in Japan based on Approvals and Patent Term Extension”, *Drug Discov. Today* 21, 30-314.

高血圧治療薬における医薬品ライフサイクル・マネジメントの有効性  
－ナショナルデータベースによる実証分析－

Elley, T. and Hansen, N. (2012), *Pharmaceutical Lifecycle Management: Making the Most of Each and Every Brand, First Edition*. John Wiley & Sons, Inc.

Iizuka, T. (2012), “Physician Agency and Adoption Generic Pharmaceuticals” *American Economic Review*, 102(6), 2826-2858.

## 製造業の品質不祥事が企業活動に与える影響

### —自動車製造業における完成検査不正についての分析—

#### The Impact of Quality Scandals in the Manufacturing Industry on Corporate Activities -Analysis of Compliance Scandal of Final Inspection Procedure in Automotive Industry-

宮本 大輔  
Daisuke Miyamoto

#### (論文要旨)

本稿では2017年～2018年に複数の完成車メーカーで発覚した「完成検査不正」について、企業活動に与えた影響を分析している。株価および車両販売台数について、それぞれ複数の説明変数を用いた重回帰分析、および株価についてはイベントスタディの方法も試み、当該の不祥事が与えた負の影響の程度を多面的に分析した。

#### (Abstract)

I analyze the impact of compliance scandal of “final inspection procedure” occurred in several company during 2017-2018 on corporate activities in this paper. Taking stock price and vehicle sales volume as corporate activities, I identified negative impact on these factors by performing multiple regression analysis and event study analysis.

### 1 はじめに

#### 1.1 研究の背景

近年日本の製造業において品質関連の不祥事が頻発しており、その結果、顧客より多額の補償、損害賠償費用を請求される、企業のブランド価値が大きく毀損される等、企業経営に多大なる影響を与えるようになっている。

神戸製鋼では、2016年6月にグループの関連会社である神鋼鋼線ステンレスにて、出荷したばね用鋼材の強度が日本工業規格を満たさないにもかかわらず、JISマークの表示をしていたという品質問題が発覚した。これに続いて2017年10月、神戸製鋼本体も性能データの改ざんや、顧客の了承を得ない特採が常態化していたことが発覚した。この問題は同社一部役員もかつてから認識していながら抜本的対策を打ってこなかったということで、代

表取締役が辞任、再発防止策としては、検査工程の自動化といったプロセスの改善から、品質保証人材の育成、事業所および事業部門間のローテーションといったマネジメント面、3分の1以上の社外取締役の任命や、品質担当、コンプライアンス担当取締役を置くといったガバナンス面にまで及んだ。同社は2018年3月期決算において、この問題による影響額として、受注減で80億円、顧客への補償費用で40億円、合計120億円の損失を計上している。ブランド毀損による今後の収益への影響も鑑みると、年間純利益が数百億円程度で推移していた同社にとって多大な影響を与えた事件であると言える。また、東レでは子会社の東レハイブリッドコードで、同社の製造販売するタイヤコードや自動車用ホース・ベルト用コードにおいて、検査データを書き換えた事実が発覚した。製品納入の際の製品検査において、顧客と取り決めた規格から外れたデータ数値を規格内の数字へと書き換えていた。対象製品の売上高は1.5億程度と神戸製鋼のケースと比較すると、会社の規模に対して非常に小さな範囲での不正ではあったものの、グループ全体のコンプライアンス体制の強化として、品質保証業務を統括する役員（品質保証本部長）の任命、品質保証本部を創設等の対応策がとられるに至った。

以上のように、品質保証に対するコンプライアンス違反による影響は多大なものがあり、製造業においてコンプライアンス遵守対策は重要なファクターになりつつある。上述の不祥事事例においていずれの企業も、新設備の導入といった物的対策から、コンプライアンス教育の拡充といった人的対策、役員レベルを含めた組織変更等、あらゆる対策が講じられており、不祥事が発生していない企業においても今後いかに不祥事を発生させないか事前に防止策をとることは重要である。一方で限られた経営資源の中でコンプライアンス対策にどれだけのリソースを割くのが妥当であるのかについては、これまであまり論じられてきていない。そこで本研究では品質不祥事の企業活動への影響がどの程度であるか定量的に分析することで、その対策規模の妥当性を評価する一助となることを目的としている。

## 1.2 先行研究と本研究の意義

久米田(2015)は「日経3紙の1面において報道された企業経営にネガティブな影響を及ぼす事件、事故」を不祥事として定義し、2005年から2014年の間の不祥事について、それが株価に与えた影響をイベントスタディ手法により分析している。その結果、株価への影響は平均的に6%の低下であったと報告している。また、不祥事の内容を製品・サービスの責任に関するもの、企業コンプライアンスに反するもの等の6種に分類した分析も実施し、影響の大小についても考察した結果、製品・サービスに関するものの影響が最も大きいことを明らかにした。

廣松(2011)は、企業の不祥事の中でも情報セキュリティ事故（個人情報漏洩）に限定して、その株価への影響をイベントスタディ手法によって分析している。その中で事故の規模（漏洩件数）が大きいほど、株価に対する負の影響が長く続くこと、業種別にセキュリティ事故の影響の程度に差があり、非金融業よりも金融業で影響がより大きいことを報告して

いる。

以上の通り、企業の不祥事が引き起こす影響についてはいくつか研究の事例が存在するが、不祥事の性質、対象企業の均一性には課題があるようである。久米田(2014)の研究においては、不祥事の内容を6つのカテゴリーに分けて分析を試みているものの、新聞の1面に報道された、という比較的大きな範囲を不祥事として一様に扱っており、業種による区別も行われていない。廣松(2014)の研究では情報セキュリティ事故のうち個人情報漏洩に限定、漏洩件数の影響も考慮されているが、業種については金融業と非金融業に分けられているのみにとどまり、非金融業の中の種々の業種ごとの影響については考慮されていない。

本研究では完成車メーカーにおいて頻発した「完成検査不正」について分析を行うことで、この課題の解決を試みる。後に述べる通り、この不正の内容は発生した各社において全く同じ内容であり、その名の通り完成車メーカーのみが行う検査工程である為、対象となる企業も均質となる。影響を測るための被説明変数は、販売台数および先行研究でも取り扱われている株価とした。

## 2 分析対象と方法

本研究では2017年から2018年において、自動車メーカー各社において頻発した「完成検査不正」を対象として取り扱う。「完成検査不正」について簡単に触れておくと、以下の通りとなる。道路運送車両法では、新たに製造された出荷前の新車はすべて運輸局に持ち込み、ブレーキやライト、排ガスといったものが国の基準を満たしているか検査を受ける必要がある。ただ、メーカーが新車を大量に生産する今日では、その方法が現実的ではないため、完成車メーカーがこの検査を代行する仕組みがある。この検査が適切な方法で行われていなかったというのが今回取り扱う「完成検査不正」である。

各社における発生状況は表1の通りである。国内8社の自動車メーカーのうち日産自動車を皮切りに4社で同じ問題が発覚した。

表1 自動車メーカー各社の完成検査不正発覚状況

メーカー	完成検査不正発表日
日産	2017/9/27
スバル	2017/10/27
マツダ	2018/8/9
スズキ	2018/8/9
トヨタ	-
三菱	-
ダイハツ	-
ホンダ	-

今回はこの問題の発生前後において、販売台数と株価への影響を重回帰分析、およびイベ

ントスタディにて分析を行う。

### 3 販売台数への影響 重回帰分析

#### 3.1 分析方法

該当の不祥事とその企業の販売台数に与えた影響を重回帰分析により分析する。分析に用いるデータとしては、日本自動車販売連合会公表の新車の月次のメーカー別登録台数データを用いた。このデータは表 1 にあげた国内自動車メーカー 8 社と、外国からの輸入車それぞれの普通車登録台数、および小型車登録台数からなる。十分なデータ数を確保するために分析期間は 2015 年 1 月から 2018 年 12 月の 48 か月間とした。ただし三菱については、この期間内に別件の不祥事（燃費不正）が発覚しており、この影響を取り除くことができない。本研究では対象の不祥事のみについて正確な分析を行うため、分析対象から除外することとした。

重回帰分析を行う推定式を下記に示す。

$$\ln Regis_{i,t} = \alpha + \beta Normal + \sum_1^7 \gamma_i MAKER_i + \sum_1^{47} \delta_j dtime_j + \eta SCANDAL_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

ここで  $Regis_{i,t}$  は  $i$  社の  $t$  時点の普通車と小型車の合計登録台数実績、 $Normal$  は普通車のときに 1 をとるダミー変数、 $MAKER_i$  はトヨタをベースとしてダミーから外した、メーカーごとのダミー変数、 $dtime_j$  はデータ取得の各月の時点ごとダミー変数、 $SCANDAL_{i,t}$  は不祥事対象のダミー変数、 $u_{i,t}$  は誤差項である。

被説明変数  $\ln Regis_{i,t}$  は毎月の各社合計登録台数の対数値をとったものである。これは登録台数をそのまま被説明変数としてしまうと、不祥事の影響が台数に与える絶対値として推定されてしまう。今回扱う各社の登録台数の絶対値はそれぞれ大きく異なっているため、不祥事によって上下する登録台数の絶対値も異なると考えられる。そのため、不祥事の影響を登録台数の割合でとらえられるよう対数をとっている。説明変数として、普通車ダミーを入れているのは分析データが元々普通車と小型車に分かれていたためである。各月ごとの時点ダミー変数  $dtime_j$  は、データ取得月数ごとに存在し、それぞれ対象の時点であれば 1 をとり、それ以外であれば 0 をとる変数となっている。データ取得期間は計 48 か月であるが、多重共線性の問題の回避のために、2015 年 1 月をベースとして計 47 個のダミー変数をモデルに加えている。この変数を説明変数に入れることで、各時点が登録台数に与えている影響、すなわちその時点における市場全体の増減の影響を排除することができる。

また、不祥事の影響の表れ方は、表れるタイミングと影響がなくなるタイミングについて複数のパターンが考えられる。その影響を捉えるためのダミー変数  $SCANDAL_{i,t}$  は、表 2 の通り 5 種類の変数パターンを用意し、それぞれの変数を 1 つ入れたモデルで分析を行った。

表2 ダミー変数 $SCANDAL_{i,t}$ の変数パターン

変数名	不祥事影響が台数に表れるタイミング $T_a$	不祥事影響がなくなるタイミング $T_b$
<i>Scandal</i>	発覚後直ちに	なくなる
<i>Scandal1d</i>	発覚後1か月後	なくなる
<i>Scandal3d</i>	発覚後3か月後	なくなる
<i>Scandal3c</i>	発覚後直ちに	発覚後3か月後
<i>Scandal5c</i>	発覚後直ちに	発覚後5か月後

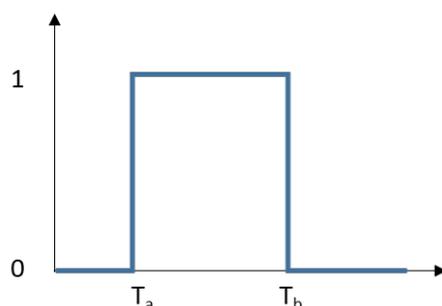


図1 ダミー変数のイメージ図

最も標準的な変数パターンは*Scandal*である。この変数は不祥事の発覚時点ですぐさま登録台数への影響が表れ、その影響が分析期間中はなくなることを想定している。具体的な変数の中身としては、不祥事発生前には0、不祥事発生後には1となっている。

*Scandal1d*, *Scandal3d*は不祥事影響が登録台数に表れるタイミングにタイムラグがあることを想定している。今回の分析データは月ごとの登録台数であり、その月に顧客が購入の意思決定をした台数とは厳密には異なっている。登録台数は、販売された自動車が、陸運局にて登録の手続きが完了した後に初めてカウントされるため、この登録手続き期間分、顧客の購入意思決定タイミングからタイムラグが発生することになる。これを考慮すると、不祥事の発覚によって顧客の購買行動に与える効果が登録台数に影響するタイミングは、同様にこの分遅れて発生すると考えられ、*Scandal1d*, *Scandal3d*はタイムラグを考慮していない*Scandal*を用いた分析よりも正確に影響を分析できる可能性がある。

*Scandal3c*, *Scandal5c*は不祥事の影響は直ちに表れるものの、その影響が一定期間で消失することを想定している。それぞれ不祥事発覚後3か月間のみ1、5か月間のみ1となっている。不祥事が顧客の購買行動に与える影響は、発覚した直後と発覚後十分な期間が経過した後では、その程度が発覚した直後のほうが大きく、時間経過により回復していくことが想定される。その効果を簡易的にとらえることを期待して、これらのダミー変数を設定している。

### 3.2 分析結果

それぞれ *Scandal* ダミーを変えたもとで分析した結果、得られた各不祥事ダミー変数の推

定結果を表3に示す。

表3 登録台数への不祥事影響の推定結果

変数名	係数の推定結果	t値	P> t
<i>Scandal</i>	-0.141	-0.57	0.571
<i>Scandal1d</i>	-0.140	-0.55	0.585
<i>Scandal3d</i>	-0.163	-0.58	0.562
<i>Scandal3c</i>	-0.029	-0.08	0.936
<i>Scandal5c</i>	0.002	0.01	0.995

(注) それぞれのモデルごとの各説明変数の係数の推定結果は紙面の都合で割愛した。

*Scandal5c*以外のダミー変数の係数はマイナスの値が推定されたものの、P値の結果から、統計的に有意な値ではなかった。登録タイミングと顧客の購入意思決定タイミングの補正を試みた*Scandal1d*、*Scandal3d*を用いた分析においても有意な結果は得られず、不祥事影響の時間経過による回復を捉えることを試みた*Scandal3c*、*Scandal5c*においても有意な結果は得られなかった。したがって今回の分析において当該不祥事の販売台数への影響は確認できなかったという事になる。

#### 4 株価への影響 重回帰分析

##### 4.1 分析方法

該当の不祥事とその企業の株価に与えた影響を重回帰分析により分析する。分析に用いるデータは最も早く対象の不祥事が起きた2017年9月の約半年前である2017年2月から、2018年の11月までの日次の完成車メーカー各社の株価データを利用した。表1で示した通り完成車メーカーは8社存在するが、ダイハツについてはトヨタ自動車の完全子会社化に伴い、既に上場廃止されているため分析対象外となる。また、三菱については前年の2016年に起きた別件の不祥事(燃費不正)の株価への影響が残っているおそれがあるため、販売台数での分析と同様に今回は分析対象から除外することとした。よって今回の分析において対象とするメーカーは合計6社となる。

重回帰分析を行う推定式を下記の通り示す。今回3種の推定モデルを分析に用いた。

$$\ln E_{i,t} = \alpha + \beta FXUSD_t + \gamma FXEUR_t + \delta \ln TOPIX_t + \sum_1^5 \eta_i MAKER_i + \lambda SCANDAL_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

$$\ln E_{i,t} = \alpha + \beta FXUSD_t + \gamma FXEUR_t + \delta \ln TOPIX_t + \sum_1^5 \eta_i MAKER_i + \lambda SCANDAL_{i,t} + \theta SCANDAL_{i,t} * T + u_{i,t} \quad (3)$$

$$\ln E_{i,t} = \alpha + \beta FXUSD_t + \gamma FXEUR_t + \delta \ln TOPIX_t + \sum_1^5 \eta_i MAKER_i + \lambda SCANDAL_{i,t} + \theta SCANDAL_{i,t} * T + \vartheta SCANDAL_{i,t} * T^2 + u_{i,t} \quad (4)$$

ここで $E_{i,t}$ は*i*社の*t*時点での株価、 $FXUSD_t$ は*t*時点でのJPY/USD為替、 $FXEUR_t$ は*t*時点でのJPY/EUR為替、 $MAKER_i$ はメーカーごとダミー変数、 $SCANDAL_{i,t}$ は不祥事対象のダミー変数、 $u_{i,t}$ は誤差項である。

被説明変数は株価の対数をとったものである。これは、販売台数での分析と同様に、各社の株価の絶対値はそれぞれ大きく異なっているがゆえに、不祥事の影響を株価の割合でとらえる必要があるからである。説明変数としては、JPY/USD、JPY/EURの為替を入れることで自動車メーカーの株価に大きく影響を与える為替影響、TOPIXを入れることで株式市場全体の影響をそれぞれ排除している。3種類の推定モデルはそれぞれ不祥事対象のダミー変数に時間の変数を0次、1次、2次で乗じた項を入れたもので、不祥事が起きた後の時間の経過によって影響度合いがどう変化するかについても推定することを意図している。

## 4.2 分析の結果

分析の結果を表4に示す。

表4 不祥事の株価影響の推定結果

	不祥事ダミー	不祥事ダミー * t	不祥事ダミー * t <sup>2</sup>
(2)式での推定結果	-0.1133***		
(3)式での推定結果	-0.0644***	-0.0001*	
(4)式での推定結果	-0.1552*	0.0005	0.0000

\*10%有意水準 \*\*5%有意水準 \*\*\*1%有意水準

不祥事ダミー変数の係数の推定結果から、いずれの推定モデルにおいても不祥事によって株価が有意に低下したことが示された。その程度は不祥事発覚時点で(2)式の推定では11%の低下、(3)式の推定では6%の低下、(4)式の推定では15%の低下であった。一方で、時間項を乗じた不祥事ダミーの係数は(3)式での推定結果はかろうじて10%で有意の値を示したが、(4)式においてはそれぞれ統計的に有意ではなく、不祥事発覚からの時間経過の効果については明瞭な傾向は見られなかった。

## 5 株価への影響 イベントスタディ

### 5.1 分析方法

#### 5.1.1 概要、利用するデータ

前節では株価への影響を為替、株式市場全体の影響等を排除したうえで重回帰分析による推定を行った。本節ではもう一つの分析方法としてイベントスタディ手法による分析を試みる。イベントスタディ手法は、イベント（本研究では不祥事の発生日）前後での実際の株価の日次リターンと、マーケットモデルにより推定される各日の日次リターンとの差異を「異常リターン」として計測し、その異常リターンが統計的に有意か否かを検定すること

で、イベントが株価に与えた影響を推定しようとするものである。マーケットモデルは本研究では資本資産価格モデル（CAPM）を用いている。

分析に用いるデータはイベント日、すなわち不祥事の発生日から 5 日前から 15 日後の間をイベントウインドウとし、その期間の日次株価データを用いて分析を行った。異常リターンの計測のためにはマーケットモデル(今回は CAPM 式の  $\alpha$  値と  $\beta$  値)を特定する必要があるが、その推定のための推定ウインドウとして、イベントウインドウ直前の 250 日間の日次株価データを利用する。この推定ウインドウの期間は適切な長さを設定しないと、その期間での企業固有の、株価に与える要因を過大にとらえてしまうこととなり、正確な推定ができない。今回は廣松(2011)と同様の期間、250 日間を推定ウインドウとすることとした。

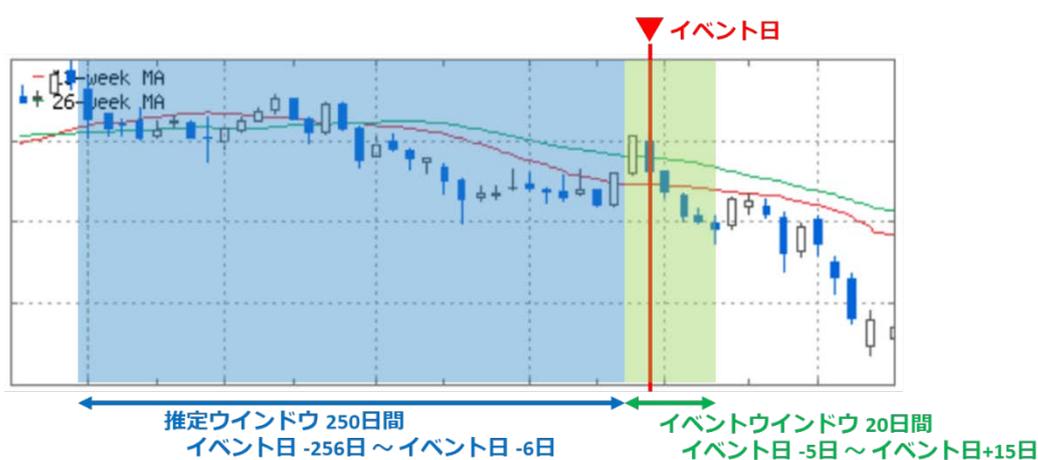


図 2 イベントスタディにおける分析データ期間

分析対象企業は表 1 で示した不祥事発生企業のうち、日産、スバル、マツダの 3 社とした。スズキも不祥事が発生しているが、発生日の 4 日前に決算発表にて好業績見通しを公表している。これによりスズキの場合、イベントウインドウ内に不祥事影響と好業績影響が混在することになり、正確な不祥事影響の推定ができない。そのため本分析では対象外とすることとした。

### 5.1.2 マーケットモデルの推定

推定ウインドウ間の各社の株価及び TOPIX の日次リターンからマーケットモデルを推定する。株式市場が資本資産価格モデル（CAPM）に従うとすると、任意の株式のリターン  $R_{i,t}$  は、TOPIX のリターン  $R_{Topix,t}$  を用いて

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{Topix,t} + u_{i,t} \quad (5)$$

と表すことができる。推定ウインドウ期間の株価データを用いて、各社の  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  を推定した。各社の  $\alpha$  値,  $\beta$  値の推定結果は表 5 の通りとなった。

表5 各社の $\alpha$ 値,  $\beta$ 値の推定結果

	$\alpha$	$\beta$
日産	-0.0002	0.8595
スバル	-0.0014	1.4838
マツダ	-0.0008	0.7584

### 5.1.3 異常リターンの算出

各社株式についてイベントウインドウ間にて実際に得られたリターンと(5)式から推定される正常リターンから下記の通り異常リターン $AR_{i,t}$ を算出する.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{Topix,t}) \quad (6)$$

次に各社株式の異常リターンの平均値である平均異常リターン $AAR_t$ および平均異常リターンの $T_1$ 時点から $T_2$ 時点の間のリターンを累積した累積平均異常リターン $CAR(T_1, T_2)$ を下記の通り算出した.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (7)$$

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AAR_t \quad (8)$$

次に算出された $AAR_t$ および,  $CAR(T_1, T_2)$ それぞれについて, 帰無仮説「イベントは株価へ影響を与えず, 異常リターンは0である」として検定を行い, その値が統計的に有意か否かを確認している. 平均異常リターン $AAR_t$ については, (9)式が標準正規分布に従うとし, 検定を行った.

$$\frac{AAR_t}{\sigma_t} \approx N(0,1) \quad (9)$$

ここで

$$\sigma_t = \left( \frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^n \sigma_i^2 \right)^{\frac{1}{2}} \quad (10)$$

$$\sigma_i^2 = \frac{1}{L-2} \sum (R_{i,t} - \alpha_i - \beta_t R_{Topix,t})^2 \quad (11)$$

であり,  $L$ は推定ウインドウの長さである.

同様に, 累積異常リターン $CAR(T_1, T_2)$ については, (12)式が標準正規分布に従うとし, 検定を行った.

$$\sqrt{\frac{n(L-4)}{L-2}} \left( \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SCAR(T_1, T_2) \right) \approx N(0,1) \quad (12)$$

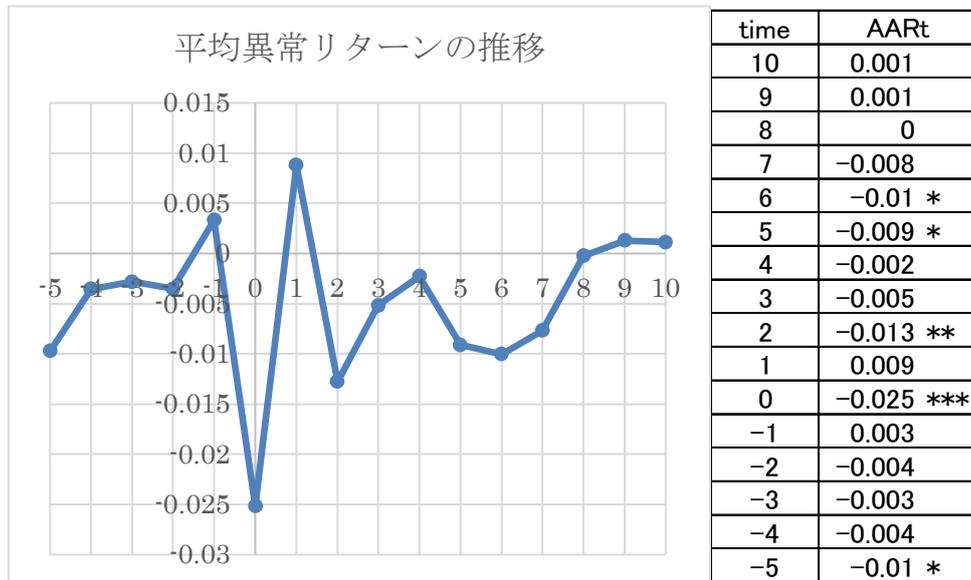
ここで

$$SCAR(T_1, T_2) = \frac{CAR(T_1, T_2)}{(T_2 - T_1 + 1)\sigma_t} \quad (13)$$

である.

## 5.2 分析結果

図3に平均異常リターン $AAR_t$ を測定した結果を示す. 左のグラフは日ごとの $AAR_t$ の推移をプロットしたものであり, 右の表は各日の数値を示している.



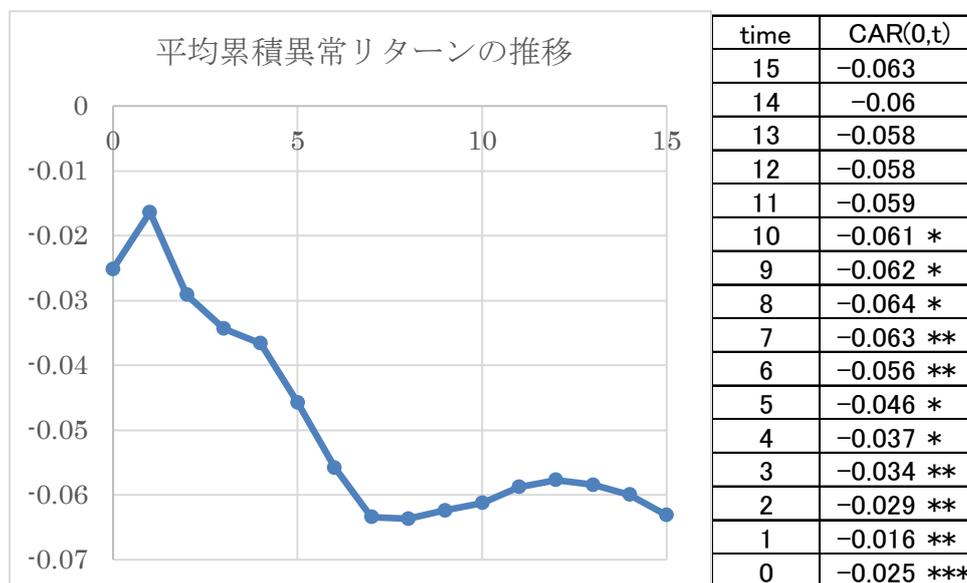
\*10%有意水準 \*\*5%有意水準 \*\*\*1%有意水準

図3 平均異常リターンの推移

イベント日において大きくマイナスのリターン (-2.5%) が観測されることがわかる. その次の日には0.9%分リバウンドが見られるが, 統計的に有意な水準ではない. その後5日目, 6日目にも10%有意なマイナスの異常リターンが観察され, 7日目以降には有意な異常リターンは観察されなくなる. ただし, この $AAR_t$ のみの観察では各日の異常リターンの大小を評価しているのみで, このイベントの影響がトータルでどの程度発生して, それがどの程度継続したのかを評価することはできない. そのためイベント日以降の異常リターンを累積した, 累積異常リターンについても分析を行っている.

累積異常リターン $CAR(0, t)$ の測定結果を図4に示す. 平均異常リターン $AAR_t$ と同様に,

CAR(0,t)の推移をプロットしたものと、各日の数値を表で示している。



\*10%有意水準 \*\*5%有意水準 \*\*\*1%有意水準

図4 平均累積異常リターンの推移

累積異常リターンは2日目に若干リバウンドするものの、その後は8日目まで一様に低下し続け、10日目までの累積リターンは統計的に有意な水準でありつづける。つまり、このイベントの負の影響は10日間程度継続すると言える。またその合計の累積リターンは-6%程度であることがわかる。

## 6 おわりに

本研究では、自動車（完成車）メーカーの完成検査不正に焦点を当てて、それが販売台数および株価に与えた負の影響を分析した。方法としては、重回帰分析および株価への影響についてはイベントスタディによる分析を用い、以下の結果を得た。

- ① 当該不祥事の販売台数への影響は観察されなかった。
- ② 株価については重回帰分析の結果、当該不祥事により6%～15%の負の影響があったことを確認した。その影響度合いの時間経過による変化は観察できず、少なくとも今回の分析期間の間では回復することはなかった。イベントスタディによる分析では、より短期間の詳細な結果が得られ、当該不祥事により発覚時点で2.5%の負の影響があり、影響は10日間程度継続していたことが分かった。10日間の影響の合計は6%であり、重回帰分析と概ね同程度の結果が得られた。

今回の分析では、不祥事の発生により売上高に直結する販売台数には影響がなかったにもかかわらず、株価には時間経過で回復しない、すなわち一時的ではない負の影響が観察さ

れた。理由としては下記のような要因が考えられる。

- ・不祥事に伴って将来予想されるリコール等の対策費用の損失分が直ちに株価に織り込まれた

- ・不祥事によって販売への影響はあったものの、販売台数を維持するために値引き等のコストを伴う販促活動を行っていた可能性があり、台数そのものへの影響は顕在化しなかった

これらについては各企業の利益や売上高といった財務指標への影響について、今回と同様に分析することで明らかにできる可能性がある。この点については今後の課題としたい。

(参考文献)

廣松毅 (2011), 「情報セキュリティ事故が企業価値に与える影響の分析」『情報セキュリティ総合科学』 3, 91-106

久米田修平・磯辺剛彦 (2015), 『企業の不祥事と株価パフォーマンス』慶応大学大学院経営管理研究科修士論文

吉見憲二 (2015) 「イベント・スタディ法を用いたソーシャルメディアにおける炎上事例の検討」『情報処理学会研究報告』 EIP-67 (8), 1-6

平成 31 年 3 月 発 行

発行 東京都渋谷区渋谷 4-4-25

青山学院大学大学院国際マネジメント学会

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科附置・

国際マネジメント学術フロンティア・センター

# INTERNATIONAL MANAGEMENT REVIEW

Volume 8 March 2019

A Study of Revisions to the UK Corporate Governance Code 2018

The Impact of the Culture Project and the Influence of Strengthening Stakeholder  
Consideration . . . . . Junichi Hayashi (1)

(Prize Paper at 2018 Students Prize Paper Contest  
in Graduate school of International Management)

Evaluation of the Effectiveness of the Pharmaceutical Life Cycle Management in the  
Pharmaceutical Prescription Drugs for Hypertension Therapy:

Evidence from the National Database Open Data . . . . . Mihoko Yabuuchi (35)

The Impact of Quality Scandals in the Manufacturing Industry on Corporate Activities  
-Analysis of Compliance Scandal of Final Inspection Procedure in Automotive Industry-

. . . . . Daisuke Miyamoto (57)

