

国際マネジメント研究

第9巻 2020年3月

ESG 情報と株式リターンとの実証分析

—公開情報ベースに同ルールで株式リターンとの関係を比較— … 吉野 貴晶 (1)

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察

—改訂に至る経緯と主な改訂内容— …… 林 順一 (31)

(2019年度 国際マネジメント研究科 研究奨励賞 受賞論文)

行使価額条項付新株予約権の発表に対する株価の反応 …… 鈴木 俊佑 (49)

ダイレクト出版株式会社のマーケティング戦略の分析

—マーケティング戦略による「顧客取引に有期性のあるビジネスモデル」から

「顧客取引が継続的なビジネスモデル」への転換— …… 尾森 玄陳 (66)



ESG 情報と株式リターンとの実証分析

—公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較—

An Empirical Study of the Relationship between ESG Information and the Stock Return

ニッセイアセットマネジメント株式会社 投資工学開発センター長
大学共同利用機関法人統計数理研究所 リスク解析戦略研究センター 客員教授
青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 客員教授

吉野 貴晶

Takaaki Yoshino

(論文要旨)

本稿は企業が公表する様々な ESG の定量情報に関して株式リターンとの関係を実証的に分析した。ESG に関する情報は ESG 開示情報と ESG 活動情報の 2 つに分類される。ESG 開示情報に関しては次のようである。近年、ESG への注目が集まるなか (1) ESG 情報の開示で正の株式リターンとなる指標は特別な情報まで開示すること、(2) 開示しないことによるデメリットとして負の株式リターンとなる指標があることが特徴である。一方、ESG 活動情報に関しては、更に「活動の実施・未実施の質的情報」と「活動量を示す量的情報」の 2 つに分類される。実施・未実施に関しては業績連動型報酬制度や従業員研修を実施する企業のリターンが有意にプラスとなった。経営者のモチベーションや従業員を大切に扱うことが企業価値を高めるドライバーとなっている。また活動量を示す量的情報では、地球温暖化への注目が高まるなかで二酸化炭素排出量などの環境関連の指標や、株主還元に関するガバナンス指標がリターンに有意な関係を示した。

(Abstract)

This study shows the conclusion of empirical analysis of the relationship between ESG information and the stock return. ESG information is able to be classified into two categories. One is “the disclosed information”, the other is “the activity information”. In recent years, ESG is attracting. Therefore, (1) only specific information has significant relationship with the stock return. Further,(2)no-disclosed companies have negative significant relationship with the return. On the other hand, “the activity information” is able to be classified into further two categories, “the enforcing or not” and “the amount of enforcing”. From the viewpoint of “the enforcing or not”, the companies with the performance-based rewards or the employee training have significant good performance. In terms of “the amount of enforcing”, companies with the less carbon dioxide emissions have good performances significantly. Moreover, the providing shareholders factor has strong relationship with the stock return.

1 はじめに

本稿は企業が公表する様々な ESG の定量情報に関して株式リターンとの関係を実証的に分析することを目的とする。

近年、資産運用業界において ESG への注目が集まっている。ESG とは、環境(Environment)、社会(Society)とガバナンス(Governance)の3分野を総称するものである。世界的に環境破壊や人権問題が大きくなり、また企業不祥事が相次ぐなかで、これらの問題の解消への取り組みを強める企業に投資することが ESG 投資である。2006年に国連で PRI (責任投資原則) が提唱され、ESG 推進を投資家の取るべき行動と定義されたことが ESG 投資に注目が集まる契機となった。更に我が国最大の年金基金である GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) の動きもこうした流れを加速している。2015年9月に GPIF が多くの運用会社と共に PRI に署名した。その GPIF は 2017年10月に投資原則を改めて、株式にとどまらず債券など全ての資産で ESG の要素を考慮した投資を進めていくことを公表している¹。こうしたなかで ESG に取り組む運用会社も増えている。また株価指数の算出に関しても、近年はガバナンス情報の1つとなる独立社外取締役の人数などが銘柄の選別基準などにも用いられるようになってきている²。

GPIF は「ESG の取組みに係る基本方針³」で、「投資先企業における ESG を適切に考慮することは、この『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものとする」としている。つまり ESG 情報を考慮する投資は、企業価値を高めることにつながり、投資パフォーマンスを向上させるというものである。このような ESG 投資とポジティブなパフォーマンスの関係という考えを裏付けるには、様々な ESG 情報が株式リターンと正の相関関係があることを示す実証分析が必要だろう。

近年、ESG 情報と、企業評価や株式リターンとの関係に関する研究が進んでいる。湯山(2019)は海外と日本における主な先行研究を整理している。そして ESG 投資のパフォーマンスに関しては、総じていえば、ESG 投資のパフォーマンスは、株式投資リターンについては、ポジティブとネガティブ(もしくは無相関)の2つの相反する結果が示されており、その見方に統一的な見解を見いだせていないように思われる。その理由としては、対象地域・期間の違い、使用している ESG 格付けの差、パフォーマンスの定義、分析手法の違い、ファンドベースか銘柄ベースか、内生性の問題の考慮の有無など統計技術的な要因、などが考えられるとしている。我が国の代表的な先行研究には湯山・白須・森平(2019)がある。同研究は ESG に関する情報を大きく2つに分類する。1つが ESG の開示を示す情報、もう1つが ESG の活動を示すものである。前者の ESG 開示情報に関しては、企業経営の透明性と関連が強い。投資家にとって企業の透明性が高いことは、知らないことから発生するリスクが低下するため市場評価が高く形成されると見られる。湯山・白須・森平(2019)は Bloomberg の ESG 開示スコアと株式リターンとの関係を検証している。同研究では 2017年

以降のコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コード改訂に向けた動きなどを受けて、ESG 銘柄が注目されたため、2017年にはESG 開示スコアが高い銘柄の株式リターンは有意にプラスとなった。しかし、2013年以降の分析期間を通じてみるとESG 情報開示と株式リターンとの関係は、必ずしも有意にポジティブと言えなかったという注意点も示した。

一方、後者のESG活動を評価する観点には、そのESG活動自体が企業価値を高めるという考え方である。例えばガバナンス意識が高いということは株主価値最大化への努力をする企業であるため、業績も良くなり株式市場でも高い評価を得られるというものである。我が国を対象とした実証研究は次のようである。首藤・竹原(2007)は日本企業を対象とした206社のサーベイ調査に基づいて主にガバナンスに関する情報と企業パフォーマンスの間の正の相関関係を確認している。伊藤(2016)は、独立取締役と女性の登用に関して株式リターンとの関係を分析して、いずれもリターンと正の相関が高いという結果を得ている。また、伊藤(2018)もESG活動が株式リターンと正の関係であることを指摘している。

しかしながら前述した湯山(2019)の指摘とも関連するが、我が国の過去の先行研究では(1)ある仮説に基づいてそれに対応する特定の数個のESG情報と株式リターンとの関係を分析するものや、(2)特定の情報ベンダーなどの主体によるアンケート調査をベースとしたESG情報を用いるものなどとなっている。こうした分析は、それぞれ研究で取り上げた情報とリターンとの関係を議論できるが、情報間で比較してどの情報がリターンと関係が強いのかは明確にはならない。また会社側からの公開情報以外を用いるケースでは客観性の観点が疑問となる。そして筆者の知るところでは、我が国を対象に会社側が公表する多くのESGデータ系列に対して、同一の分析モデルを用いて指標間の有効性を比較する研究は見られない。そこで本稿では、Bloomberg社のデータベース(以後、Bloomberg)と、日本経済新聞社の日経NEEDSコーポレート・ガバナンス評価システム(NEEDS-Cges)から入手する公開情報をもとに同一のルール、分析モデルを用いた実証分析を行う。こうした客観的に捉えられる多くの情報を用いて画一的に分析を行い、どのESG情報が有効であることを示す点が本稿の新規性と考える。なお本稿では情報ベンダーから直接取得するデータをESG指標、また実際にリターンとの検証に用いるため処理などを施した後をESG情報と区別することにする。

ESG指標に関しては情報ベンダーから数百にも及び様々な系列のデータが提供されている。しかし、どの指標をどのように処理して企業評価尺度として使うべきかが確立されていない。本稿の分析では実務的有用性の観点から、処理が必要と考えられる指標には売上げでデフレートしてESG情報に変換している。また各情報ベンダーなどでも近年はESGスコアなどの複数のESG情報を融合するケースや定性的な判断も加えた評価値なども提供されている。しかし本稿ではこうした指標は分析の対象にはしない。シンプルなESG情報を対象に将来の株式リターンとどの程度関係があるのかを捉えることにする。

本稿の構成は次の通りである。まず第2節で分析方法を示す。分析対象とするESG情報

と実際のリターンとの関係を検証する方法を示す。第 3 節では分析データと分析指標を示す、ESG 情報の分類や処理の方法をとりあげる。第 4 節で分析結果を示す。第 5 節は追加的分析を行い、情報処理方法や分析期間を変えた場合の結果を示す。第 6 節は実証結果の整理とより深い解釈である。特に本稿でリターンとの関係が確認できる指標に関して近年の議論や先行研究との整合性などを解釈する。そして第 7 節のおわりにでは今後の課題などを示す。

2 分析方法

本稿では、次のような分析アプローチとする。それぞれの ESG 情報が将来のリターンとどの程度の関係があるかを、分析の観点と対象とする ESG 情報に応じて次の 3 つの手法で検証する。

- (1) 5 分位ポートフォリオ
- (2) 2 分位ポートフォリオ
- (3) 2 カテゴリーポートフォリオ

第 1 に ESG 活動の分析に関しては、(1) 5 分位ポートフォリオの手法をベースに分析する。毎年 9 月末に前年度の ESG 指標が公表されてデータベースから取得できるとして、翌月となる 10 月以降のリターンとの検証に用いる。すなわち ESG 指標の情報は毎年 1 回見直す。

これに対して検証に用いるリターンについては月次サイクルとする。毎月末にそれぞれの ESG 指標をベースとする情報⁴ (ESG 情報) でランキングして、銘柄数が等しくなるように 5 分位に分け、ESG 情報が低い順に Q1 から Q5 とする。また ESG 情報が高い分位 (Q5) の銘柄群をロングし、ESG の情報が低い分位 (Q1) の銘柄群をショートするロングショートポートフォリオ (Q5-Q1) も求める。分析に使うポートフォリオのリターンは等ウェイトとする。また Fama (1998) の手法に依拠して、次の分析を行う。分析の対象は Q1 から Q5 までの各々のリターンと、ロングショートポートフォリオ (Q5-Q1) のリターンとする。そして Fama and French (1993) で提案された 3 ファクターモデル (以後、FF3 モデルと表す) を用いて市場リターンに関するファクター、時価総額に関するファクター (SMB: small minus big) と自己資本の簿価と時価の比率に関するファクター (HML: high minus low) でコントロールできないリターンがあるかを観察する。FF3 モデルの算出は久保田・竹原 (2007) に依拠した太田他 (2012) に従い算出する。本稿は ESG の情報が事後 1 ヶ月リターンの関係に関して、FF3 モデルでは説明できない部分の存在を明らかにしている⁵。

第 2 が (2) 2 分位ポートフォリオの分析である。ESG 活動の分析に関してベースは (1) 5 分位ポートフォリオの分析を用いている。しかし、分析可能な銘柄が少ない場合には分位

数を少なくして各分位の銘柄数を確保する必要がある。そこで 5 分位の分析が難しいケースで 2 分位ポートフォリオの分析を行う。

そして 2 分位ポートフォリオの分析と同様に、前年度の ESG 指標が毎年 9 月末に更新されると考えて、毎月末にそれぞれの ESG の情報でランキングして、銘柄数が等しくなるように 2 分位に分け、ESG の情報が低い分位を Low、高い分位を High とする。ESG の情報が低い分位 (High) の銘柄群をロングし、ESG の情報が低い分位 (Low) の銘柄群をショートするロングショートポートフォリオ (High-Low) も求める。さらに High と Low のリターンと、ロングショートポートフォリオ (High-Low) のリターンに関して、FF3 モデルでは説明できない部分の存在を明らかにする。

第 3 が (3) 2 カテゴリーポートフォリオである。ESG 実施に関しては実施か未実施での 2 カテゴリーでポートフォリオを構築して分析を行う。実施に関する情報も前年度の ESG 指標が毎年 9 月末に更新されると考える。そして、毎月末にそれぞれの ESG の情報が実施か未実施かに銘柄を分類する。実施群をロングし、未実施銘柄群をショートするロングショートポートフォリオ (実施-未実施) も求める。さらに実施と未実施のリターンと、ロングショートポートフォリオ (実施-未実施) のリターンに関して、FF3 モデルでは説明できない部分の存在も明らかにする。

ESG 開示情報に関しても同様に開示か未開示での 2 カテゴリーでポートフォリオを構築して分析を行う。

また対象期間は 2015 年 2 月から 2020 年 1 月までの 60 ヶ月 (5 年間) とする。我が国において ESG 情報の分析期間の設定は難しい。5 年間のサンプルでは長期パフォーマンスの検証に適しているとは言えない。しかし (1) 企業側が自主的に行う ESG 指標の実施のタイミングが、各々の企業で異なることや、(2) 近年になって開示が義務つけられた指標⁶の義務付け前後で開示企業数が大きく異なることから、長期の時系列で分析期間を設定すると分析対象銘柄数が大きく異なってしまう。そのため、どの ESG 情報がリターンとの関係が強いのかを比較することも妥当でなくなる。実際に我が国を対象にある程度の系列数での先行研究として、首藤・竹原 (2007) では 2005 年までの 5 年間を分析期間に設定している。また湯山・白須・森平 (2019) では 2017 年までの 5 年間が分析期間である。また、これらの研究にならない本稿でも分析期間を 5 年間とする。

3 分析データと分析指標

分析に用いる ESG 指標のデータは Bloomberg と、NEEDS-Cges から入手している。何れも企業が有価証券報告書や CSR 報告書等を通じて公表されたデータを収録しており、観測記事や予測、独自アンケート調査などによるものではない。実際に分析に用いるベースの指標は表 3.1 の 77 指標とする。分析対象期間とする 60 ヶ月間で (1) データが時系列に安定して取得できること、(2) ESG 関連として注目されていることの観点から選別している。ま

ESG 情報と株式リターンとの実証分析 ー公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較ー

た (3) 情報ベンダーなどが既にスコアの形で処理したものは分析対象から除く。本稿はサンプルに企業が公開する ESG 情報を対象に、将来の株式リターンとどの程度関係があるのかを観察する。

さらに表 3.1 で示されるように、それぞれの ESG 情報に関してリターンとの関係を分析する上で値が正方向に大きい方が ESG の観点でポジティブとなるように情報を変換する⁷。このように変換する系列は表 3.1 の「反転」で示している。ただ ESG の観点でのポジティブの解釈が難しい情報もある。本稿では No.62 メインバンク株式保有比率は値が大きい方がガバナンスの観点でポジティブとして取り扱っている。メインバンクの株式保有が多いことと資本的、人的にメインバンクなど一部株主のみ有利な経営となる可能性もあるため、ガバナンス面での問題も議論される。しかし田中・倉田 (2011) でも示されるように、メインバンクは企業が経営不振に陥った場合にはキャッシュフローを監視し投資計画に注文を付したりし、更に危機的な状況になれば緊急融資・債権放棄・人的支援等あらゆる形で企業の再建救済に努めたとされる。つまりメインバンクによる企業監視がガバナンスの役割を果たしたもの考えられている。このため本稿では、メインバンク株式保有比率は値が大きい方をガバナンス面でのポジティブと扱っている。

実際の分析対象となる指標のデータに関するポイント次節以降で整理する。

3.1 データベースと分析サンプル

Bloomberg と NEEDS-Cges に関しては、次のようにデータ元を使い分ける。

ガバナンス (G) に関しては NEEDS-Cges のデータをベースとする。また環境 (E) と社会 (S) に関しては Bloomberg データをベースとする。NEEDS-Cges はガバナンス専門のデータベースであり同分野ではデータの信頼性が高いと見られているからである。

補完的に同データで取得できないものは Bloomberg データを用いている。ただ No.40 女性役員人数、No.41 女性役員比率に関しては NEEDS-Cges ではガバナンス系列として収録されている。近年、企業における女性の活躍が注目されている。内閣府 男女共同参画局 (2012) では、女性が活躍できる企業は固定観念にとらわれない社風、仕事の実績を正當に評価できるような人事の仕組みがあると指摘している。これは経営者により効率的な企業システムが作られているという観点からは、株主に対するガバナンス (G) の指標として捉えられる。しかし企業内での公平、平等という観点の指標として捉える傾向が強いため本稿では社会 (S) の指標として扱う。

実際の分析に用いる元データに関して、過去 3 年間の分析対象サンプルの平均値と標準偏差を表 3.2 に示す。No.17 気候変動への顧客寄与を軽減製品の開発・発売は、平均サンプルが 8 銘柄に過ぎない。分析結果を見る上でこうした点も留意したうえで統計情報を判断する必要がある。

表 3.1 分析対象のベースとする ESG 指標

No.分類	ESG指標名	反転/実施	内容
1 E	二酸化炭素排出量	○	二酸化炭素排出量合計。企業がCO2総排出量を報告していない場合、CO2直接排出量とCO2間接排出量の合計。
2 E	GRIのフレームワーク活用	○	Gローカル・レポート・インシアティブ(GRI)のフレームワークを活用したか。
3 E	水使用量	○	操業に必要な水の使用量合計。処理・冷却用の取水量と企業施設内での再利用による保有水量の合計。
4 E	製造単位で消費する水使用量	○	製造単位につき消費する水の量。
5 E	紙消費量	○	印刷・包装・事務用途などに用いる製紙の消費量。製造過程の一貫として紙が消費される場合(例:新聞社)は原材料使用量。
6 E	温室効果ガス排出削減の取組み	○	温室効果ガス排出量を削減するための取り組みを実施したか。
7 E	エネルギー効率化取組み	○	エネルギー効率化のための取り組みを実施したか。
8 E	環境・社会的責任(CSR)プログラムの支出	○	環境・社会的責任のプログラムおよびその他関連政策に支出した金額。環境修復、汚染防止、リサイクル、社員研修、安全運動などを含む。
9 E	生物多様性保護の取組み	○	生物多様性の保護を確保する取り組みを実施したか。樹木、植生のほか、野生生物と絶滅危惧種も含まれる。
10 E	水の節減、処理能力改善に取組み	○	使用水の削減、処理能力の改善に取り組んでいるか。事業地域での潜在的な水リスクを考慮しているか。
11 E	二酸化炭素削減排出量	○	保有・管理するカー、溶鉱炉、車両での燃焼による排出量。企業が保有・管理する処理設備での化学品製造による排出量。
12 E	二酸化炭素間接排出量	○	別の事業体より保有・管理される排出源から生じる。主要排出源は、購入電力、蒸気、冷暖房。
13 E	廃棄物削減の取組み	○	操業中発生する廃棄物削減のための取り組みを実施したか。
14 E	事業活動に伴う環境保護等の取組み費用	○	通常の事業活動に伴う環境保護やその環境への取り組みに係る費用。例:環境改善の費用、汚染防止の費用など。
15 E	サプライチェーンの環境リスク削減取組み	○	サプライチェーンにおける廃棄物や資源利用、排出量の削減のほか、環境管理システムの導入などにより環境リスクの削減が可能となる。
16 E	環境にやさしい包装の取組み推進	○	包装・容器のリサイクル向上、包装・容器等への環境破壊材料の使用抑制の取り組みなど。
17 E	気候変動への顧客寄与を軽減製品の開発・発売	○	気候変動の将来の影響に対応する製品、温室効果ガス(GHG)排出削減により、気候変動への顧客の寄与を軽減する製品の開発・発売したか。
18 E	再生資源から生成されたエネルギーの消費量	○	企業が購入したグリーン電力証書(REC)の相当量も含まれる。
19 E	エネルギー消費量	○	保有・管理するカー、溶鉱炉、車両での燃焼、保有・管理する処理設備での化学品製造で直接消費されたエネルギー、電力消費エネルギーも含む。
20 E	環境リスク削減の環境管理システム導入	○	操業による環境リスク削減のための環境品質管理、環境管理システムを導入したか。
21 S	女性従業員比率	○	従業員数に対する雇用されている女性人数の比率。
22 S	女性中間管理職比率	○	中間管理職数に対する女性中間管理職の比率。
23 S	障害者比率	○	従業員数に対する雇用されている障害者人数の比率。
24 S	コア・プログラムの導入	○	経営陣・役員以外の従業員に対して企業が倫理指針、コンプライアンスポリシーを定めているか。
25 S	企業が従業員へのCSRトレーニングを導入	○	従業員に対し企業の社会的責任(CSR)についてのトレーニングを行っているかを示す。
26 S	全従業員に対するキャリアアップ、教育訓練等取組み	○	全従業員に対しキャリアアップ、教育訓練および技能訓練の取り組みを企業が実施したか。
27 S	サプライチェーンの社会的リスク削減の取組み	○	サプライチェーンの社会的リスク削減のための取組みを実施したか。劣悪な労働条件、児童の使用、強制労働、生活・公正・最低賃金に満たない賃金など。
28 S	差別的対応をしないよう積極的な取組み	○	差別的対応をしないよう積極的な取組みを実施しているかを示す。雇用機会均等対策の項目として企業報告書に記載される場合がある。
29 S	健康と安全のリスクを管理している	○	健康と安全に対するリスクや責任を認識しているか。従業員の健康、安全管理の改善に努めているかを示す。
30 S	全部門で児童労働防止策を講じている	○	全事業部門において児童労働防止策を講じているか。
31 S	国連グローバルコンパクトの署名	○	国連グローバルコンパクト(UNGC)の署名者である。
32 S	SDGsの定量的目標を示している	○	Sustainable Development Goals (SDGs)に対して7つ以上の定量的な目標を示しているか。
33 S	コア・プログラムへの苦情報告に報復・懲罰なし	○	コア・プログラムに関する苦情の報告に対し報復、懲罰なしに制度およびポリシーを設定しているか。
34 S	女性取締役比率	○	女性取締役の比率。
35 S	職場全員の労働保護の取組み	○	職場全員の労働保護に対する取り組みを実施しているか。
36 S	会長が社外取締役	○	会長が社外取締役か。
37 S	取締役会出席率	○	取締役会の出席率。
38 S	独立取締役の取締役会出席率	○	独立取締役の取締役会の出席率。
39 S	取締役会出席率75%以下の取締役人数	○	取締役会への出席率が75%以下であった取締役の人数。
40 S	女性役員人数	○	女性役員の数。
41 S	女性役員比率	○	女性役員比率。
42 S	常務相当以上の取締役人数	○	取締役で常務相当以上の人数。
43 S	社外取締役人数	○	社外取締役の人数。
44 S	取締役平均年齢	○	取締役の平均年齢。
45 S	最も高齢の取締役の年齢	○	最も高齢の取締役の年齢。
46 S	最も若い取締役の年齢	○	最も若い取締役の年齢。
47 S	社外取締役人数	○	執行役員制度や委員会等設置を確認できる企業の社外取締役の人数。
48 S	取締役と執行役員兼任人数	○	執行役員・執行役を兼任する取締役の人数。
49 S	業務執行取締役人数	○	業務執行取締役人数。執行役員・執行役あるいは実質的な執行業務を兼任する取締役の人数。
50 S	自社株買い設定率	○	株主総会あるいは取締役会で設定した自社株買いの設定金額÷時価総額。
51 S	自社株買い実現額	○	株主総会あるいは取締役会で設定した自社株買いの実現金額÷時価総額。
52 S	株主提案賛成率	○	株主総会で株主提案があった場合の賛成率。複数提案があった場合は最高値。
53 S	業績連動型報酬制度	○	業績連動型報酬制度を導入しているか。
54 S	執行役員報酬開示	○	執行役員報酬を開示しているか。
55 S	役員報酬の額または算定方法決定方針	○	報酬の額又はその算定方法の決定方針があるか。
56 S	株主提案の有無	○	株主総会で株主提案があったか。
57 S	メンバーク株式保有比率	○	メンバークの株式保有比率。
58 S	取締役と執行役員兼任比率	○	執行役員を兼任する取締役人数/取締役人数×100。
59 S	社長権株式比率	○	社長権が保有する株式比率。
60 S	社外取締役株式保有比率	○	社外取締役の株式保有比率。
61 S	役員株式保有比率	○	役員株式保有比率。
62 S	最近の3年度の監査意見回数	○	直近の3事業年度の監査意見あり含む特記事項の回数。
63 S	独立社外取締役比率	○	取締役のうち独立役員比率。
64 S	独立社外取締役人数	○	取締役のうち独立役員人数。
65 S	過去1年間の自社株取得比率	○	過去1年間の自社株取得比率。
66 S	過去1年間の自社株売却比率	○	過去1年間の自社株売却比率。
67 S	株主還元比率	○	(配当総額+自社株買い)/自己資本×100。
68 S	株主還元比率の3年平均	○	(配当総額+自社株買い)/自己資本×100の3年平均。
69 S	執行役員制度の採用	○	執行役員制度を導入しているか。
70 S	指名委員会等設置	○	指名委員会等設置会社であるか。
71 S	ストックオプション	○	ストックオプション制度を導入しているか。
72 S	赤字買付	○	赤字買付をしているか。
73 S	買収防衛策	○	買収防衛策があるか。
74 S	株主招集通知の早期発送	○	株主招集通知の早期発送したか。
75 S	電子行使の利用	○	電子行使の利用があるか。
76 S	英文開示:株主招集通知	○	株主招集通知に英文開示資料があるか。
77 S	英文開示資料:海外投資家向け説明会	○	海外投資家向け説明会に英文開示資料があるか。

(注1) No. 1 から No. 39 までは Bloomberg のデータを用いる、斜体、シャドローの No. 40 から No. 77 までは NEEDS-Cges を用いている。

(注2) 「反転」の項目の○は情報を反転して分析に用いる。情報の値が大きいが、ESG 活動に関してポジティブ方向に評価される処理をしている。

(注3) 「実施」の項目の○は ESG 活動に関して、2 カテゴリーポートフォリオでの分析を行っている。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

ESG 情報と株式リターンとの実証分析
 ー公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較ー

表 3.2 ESG 指標別の公表企業数の平均値と標準偏差

No.	分類	ESG指標名	平均値	標準偏差
1	E	二酸化炭素排出量	434	131
2	E	GRIのフレームワーク活用	333	18
3	E	水使用量	444	26
4	E	製造単位で消費する水使用量	54	9
5	E	紙消費量	114	10
6	E	温室効果ガス排出削減の取組み	862	97
7	E	エネルギー効率化取組み	1,049	124
8	E	環境・社会的責任コンプライアンス等の支出	231	39
9	E	生物多様性保護の取組み	437	74
10	E	水の節減、処理能力改善に取組み	331	61
11	E	二酸化炭素直接排出量	108	18
12	E	二酸化炭素間接排出量	108	19
13	E	廃棄物削減の取組み	992	94
14	E	事業活動に伴う環境保護等の取組み費用	251	42
15	E	サプライチェーンの環境フットプリント削減取組み	633	97
16	E	環境にやさしい包装の取組み推進	244	22
17	E	気候変動への顧客寄与を軽減製品の開発・発売	8	2
18	E	再生資源から生成されたエネルギーの消費量	51	11
19	E	エネルギー消費量	431	124
20	E	環境フットプリント削減の環境管理・システム導入	974	115
21	S	女性従業員比率	112	21
22	S	女性中間管理職比率	100	37
23	S	障害者比率	104	20
24	S	コンプライアンス・ポリシー導入	1,706	358
25	S	企業が従業員へのCSRトレーニング導入	213	47
26	S	全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組み	1,179	270
27	S	サプライチェーンの社会的リスク削減の取組み	367	59
28	S	差別的対応をしないよう積極的な取組み	830	200
29	S	健康と安全のリスクや責任を認識している	889	151
30	S	全部門で児童労働防止策を講じている	266	65
31	S	国連グローバルコンパクト署名	139	22
32	S	SDGsの定量目標を示している	85	87
33	S	コンプライアンスへの苦情報告に報復・懲罰なし	1,446	321
34	S	女性取締役比率	1,972	96
35	S	職場全員の人権保護の取組み	837	160
36	S	会長が社外取締役	1,964	89
37	G	取締役会出席率	96	97
38	G	独立取締役の取締役会出席率	1,751	369
39	G	取締役会出席率75%以下の取締役人数	72	96
40	S	女性役員人数	2,093	61
41	S	女性役員比率	2,093	61
42	G	常務相当以上の取締役人数	2,029	101
43	G	社外取締役人数	2,029	101
44	G	取締役平均年齢	2,028	102
45	G	最も高齢の取締役の年齢	2,028	102
46	G	最も若い取締役の年齢	2,028	102
47	G	非執行社外取締役人数	2,029	101
48	G	取締役と執行役員の兼任人数	2,029	101
49	G	業務執行役取締役人数	2,029	101
50	G	自社株買い設定枠	171	45
51	G	自社株買い実現額	171	45
52	G	株主提案賛成率	35	3
53	G	業績連動型報酬制度	2,029	101
54	G	執行役報酬開示	59	5
55	G	役員報酬の額または算定方法決定方針	1,805	186
56	G	株主提案の有無	2,084	62
57	G	メインバンク株式保有比率	1,075	138
58	G	取締役と執行役員兼任比率	2,029	101
59	G	社長持株比率	2,023	101
60	G	社外取締役持株比率	2,023	101
61	G	役員持株比率	2,023	101
62	G	直近の3年度の監査意見回数	1,914	101
63	G	独立社外取締役比率	2,088	64
64	G	独立社外取締役人数	2,088	64
65	G	過去1年間の自社株取得比率	442	87
66	G	過去1年間の自社株消却比率	132	13
67	G	株主還元比率	2,009	52
68	G	株主還元比率の3年平均	1,935	52
69	G	執行役員制の採用	2,029	101
70	G	指名委員会等設置	2,029	101
71	G	ストックオプション	1,982	160
72	G	赤字賞与	2,029	101
73	G	買収防衛策	1,952	59
74	G	株主招集通知の早期発送	1,944	61
75	G	電子行使の利用	1,952	59
76	G	英文開示:株主招集通知	1,952	59
77	G	英文開示資料:海外投資家向け説明会	1,952	59

(注1) No. 1 から No. 39 までは Bloomberg のデータを用いる、斜体、シャドーの No. 40 から No. 77 までは NEEDS-Cges を用いている。

(注2) 過去5年間のサンプル企業数の平均値と標準偏差。ただし項目が収録されていない年は集計対象から除く。
 (出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

3.2 ESG 活動情報, ESG 開示情報のリターンとの関係

本稿では ESG 活動情報と ESG 開示情報のそれぞれのリターンとの関係を観察している。ESG 活動情報に関しては (1) 活動の程度 (量的情報) により評価するものと, (2) 実施と未実施で分類されるもの (質的情報) がある。(1) 活動の程度 (量的情報) により評価するものは, 例えば取締役会出席率のような値の大小で評価できる指標のケースである。値が高ければ企業経営に向けた取締役の参加姿勢が強いことからガバナンス (G) 面で評価できる。

(2) 実施と未実施で分類されるもの (質的情報) は, No.9 生物多様性保護の取組みの項目などで, 実施しているか未実施であるかの違いを評価するものである。なお本稿では未実施には該当項目の情報を未開示のものも含んでサンプルを扱う。投資家から見ると実施されていることが開示されていないければ, 情報を認識できないからである。

実際のリターンとの関係を捉える分析については, 前述しているように (1) 実施と未実施での分類は 2 カテゴリーポートフォリオを用いてリターンとの関係を分析する。活動の程度に関しては, 水準を評価するものと, 変化を評価するものの 2 つを取り上げる。例えば, No.41 女性役員比率が高いことは社会 (S) の観点の活動が優れていると見られる。情報の水準を見るものである。これに対して, 変化に関して本稿は 3 年前との差を求めている。女性役員比率が 3 年前と比べて改善している企業は社会 (S) の観点で努力の姿勢が高い。こうした企業の姿勢が株式市場で評価されるかもしれない。実際のリターンとの関係は 5 分位ポートフォリオを使って分析を行う。ただ情報の開示が少ない指標では分析対象企業が確保できないため 2 分位ポートフォリオで分析する。

ESG 開示情報に関しては, 2 カテゴリーポートフォリオで分析を行う。ただし開示が義務付けられている情報は未開示企業がないため除いている。

分析の項目は図 3.1 でまとめられる。

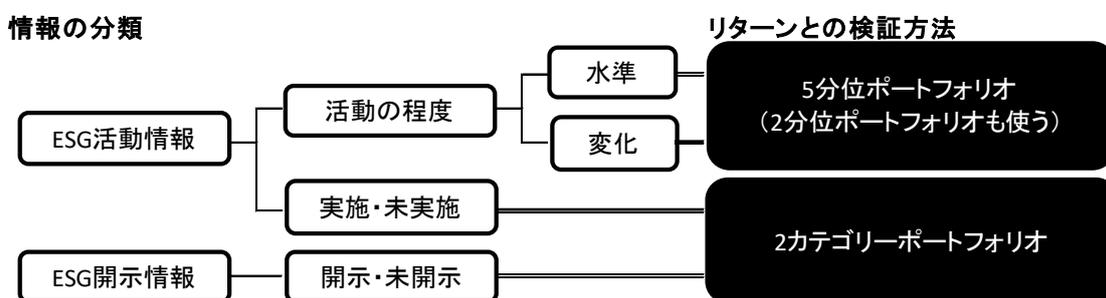


図 3.1 分析項目に対応する分析方法

3.3 売上げでデフレートが必要な ESG 活動情報

ESG 活動指標の分析には注意が必要である。例えば単純に二酸化炭素排出が少ないことは環境の観点からは望まれる状況であるが, 単純に会社の経済活動の規模が小さい企業は有利になってしまう。あるいは会社が不景気になり, 売上げが落ち込んだケースでは工場の

ESG 情報と株式リターンとの実証分析
—公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較—

稼働も低下するため、売上げが下がることに ESG 活動が連動してしまうことになる。従って修正が必要な情報に関しては、会社全体の活動量を示すものとして実績売上げでデフレートしている⁸。実際に分析に用いる実績売上げは毎年 1 回更新される ESG 指標と同じ時点の 9 月末で公表されている連結決算情報を優先とした直近実績値とする。

実際に、デフレートするケースと値を減じるケースについて表 3.3 でまとめている。

表 3.3 デフレート、値を減じるなどの処理をする指標

No.	分類	変数	除する分母	減じる値
1	E	二酸化炭素排出量	実績売上げ	
2	E	水使用量	実績売上げ	
3	E	製造単位で消費する水使用量	実績売上げ	
4	E	紙消費量	実績売上げ	
5	E	環境・社会的責任コンプライアンス等の支出	実績売上げ	
6	E	二酸化炭素直接排出量	実績売上げ	
7	E	二酸化炭素間接排出量	実績売上げ	
8	E	事業活動に伴う環境保護等の取組み費用	実績売上げ	
9	E	GHG排出量	実績売上げ	
10	E	再生資源から生成されたエネルギーの消費量	実績売上げ	
11	E	廃棄量	実績売上げ	
12	E	エネルギー消費量	実績売上げ	
13	S	女性中間管理職比率（女性従業員比率で減じる）		女性従業員比率
14	S	女性役員比率（女性従業員比率で減じる）		女性従業員比率
15	G	自社株買い設定枠	時価総額	
16	G	自社株買い実現額	時価総額	
17	G	常務相当以上の取締役人数	取締役人数	
18	G	社外取締役人数	取締役人数	
19	G	非執行社外取締役人数	取締役人数	
20	G	取締役と執行役員の兼任人数	取締役人数	
21	G	業務執行役取締役人数	取締役人数	

（出所） Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

No.13 女性中間管理職比率と No.14 女性役員比率は、そのままの情報も分析対象とするが、ともに女性従業員比率で減じる値も対象に用いる。シンプルにこれらの値が大きいということは会社が女性の活躍を評価していると考えられる。ただ、女性従業員の比率が高いが、それ比べて女性の管理職や役員の比率が低い場合には、女性は仕事の成果を上げて管理職などの責任ある立場になりにくい傾向があるのかもしれない。こうした考えを背景に差をとることにしている。

そして No.15 自社株買い設定枠、No.16 自社株買い実現額は時価総額でデフレートする。また、No.17～No.21 までは取締役の人数でデフレートする。

4 分析結果

分析結果に関しては、ESG 活動情報と ESG 開示情報のそれぞれに関してリターンとの

関係を観察する。そして ESG 活動情報は活動の程度（量的情報）による評価と、実施と未実施で分類されるもの（質的情報）による評価に分類する。さらに ESG 活動の程度による評価は「水準」を使うケースと3年前との差を用いた「変化」を使うケースに分けられる。

分析結果に関して環境（E）と社会（S）、ガバナンス（G）の3つの分類毎にリターンとの関係を整理して捉える。

4.1 ESG 活動の程度

4.1.1 水準の評価と株式リターンとの関係

4.1.1.1 デフレートなどしない水準の評価と株式リターンとの関係

表 3.3 で示すような売上げ等でのデフレートなどをせずに、情報ベンダーから提供された生データの「水準」により活動の程度を評価する指標と株式リターンとの関係に関して5分位ポートフォリオを用いた分析結果は表 4.1 に示している。またサンプルが少ないため5分位検証が難しい指標の2分位ポートフォリオの検証結果は表 4.2 で示す。

表 4.1 5分位ポートフォリオの分析結果

No	分類	変数	リターンズスプレッド (Q5-Q1) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ Q1(低)		Q2		Q3		Q4		Q5(高)		スプレッド(Q5-Q1)	
			反転値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値
1	S	退職者数の従業員数に対する比率	○	18.70% 1.51	-10.54% -1.13	2.85% 0.51	6.26% 1.19	-6.40% -1.30	4.05% 0.78	14.59% 1.15						
2	S	女性従業員比率		-1.48% -0.35	1.67% 0.84	1.82% 0.76	-1.77% -0.88	-1.00% -0.40	-0.87% -0.33	-2.54% -0.70						
3	S	女性中間管理職比率		2.84% 0.54	3.68% 1.39	1.22% 0.47	-6.43% -2.65 **	-1.82% -0.69	3.97% 1.14	0.29% 0.06						
4	S	障害者比率		-2.51% -0.65	-1.45% -0.54	1.38% 0.62	4.65% 1.93 *	-2.60% -0.80	-2.23% -1.05	-0.79% -0.20						
5	G	取締役会出席率		4.55% 0.74	-0.01% 0.00	2.72% 0.86	-4.49% -1.40	-7.27% -1.01	3.82% 1.14	3.83% 0.61						
6	G	独立取締役の取締役会出席率		-4.34% -1.26	0.06% 0.08	-0.43% -0.59	-1.24% -1.04	0.46% 1.12	-1.19% -0.75	-4.13% -0.93						
7	G	取締役平均年齢	○	5.85% 1.78 *	-0.31% -0.42	-0.95% -1.29	-1.26% -1.95 *	-0.54% -0.83	3.09% 2.34 **	3.40% 1.83 *						
8	G	最も高齢の取締役の年齢	○	2.30% 1.40	-0.27% -0.36	-0.43% -0.78	0.14% 0.20	-0.10% -0.15	0.41% 0.47	0.67% 0.50						
9	G	最も若い取締役の年齢	○	5.37% 1.58	-1.11% -1.25	-1.71% -2.47 **	-0.08% -0.13	0.95% 1.58	1.97% 1.68 *	3.08% 1.61						
10	G	株主提案賛成率		9.56% 1.21	-2.34% -0.51	-7.43% -1.47	2.00% 0.35	1.01% 0.16	7.15% 1.43	9.49% 1.14						
11	G	パナソニック株式保有比率		-1.78% -1.18	0.98% 1.34	1.06% 1.43	-0.27% -0.38	-0.03% -0.05	-1.59% -1.91 *	-2.57% -2.10 **						
12	G	取締役と執行役員兼任比率	○	-2.84% -2.60 **	0.60% 0.88	-0.59% -0.53	0.20% 0.32	0.62% 0.97	-1.52% -2.40 **	-2.12% -2.12 **						
13	G	社長持株比率		7.55% 2.02 **	-1.25% -1.94 *	-1.27% -1.37	-1.04% -1.56	1.01% 1.43	2.56% 2.03 **	3.81% 2.44 **						
14	G	役員持株比率		6.79% 1.75 *	-0.38% -0.59	-2.47% -2.67 ***	-0.68% -0.94	1.15% 1.68 *	2.40% 1.90 *	2.78% 1.84 *						
15	G	独立社外取締役比率		2.76% 1.17	0.57% 0.47	-0.45% -0.39	-0.33% -0.30	-0.10% -0.13	0.94% 0.66	0.37% 0.18						
16	G	独立社外取締役人数		0.81% 0.24	-1.62% -0.93	-0.32% -0.61	0.05% 0.09	0.79% 1.07	0.60% 0.50	2.23% 1.03						
17	G	過去1年間の自社株取得比率		-0.86% -0.41	-2.99% -1.83 *	1.27% 1.18	2.20% 1.33	2.39% 1.32	-2.92% -1.52	0.08% 0.03						
18	G	過去1年間の自社株消却比率		-6.68% -1.66	4.61% 1.49	-0.75% -0.24	-2.21% -0.69	-0.01% 0.00	-1.52% -0.50	-6.13% -1.36						
19	G	株主還元比率		9.19% 2.66 **	-2.67% -2.29 **	-0.40% -0.42	0.61% 0.76	0.54% 0.68	1.91% 1.47	4.58% 2.17 **						
20	G	株主還元比率の3年平均		10.42% 2.95 ***	-3.05% -2.78 **	0.04% 0.04	0.12% 0.19	0.33% 0.43	2.54% 1.93 *	5.58% 2.70 **						

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで5分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、Q5のロングとQ1のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド、Q5-Q1) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、5分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は12倍して年率換算。***, **, *はそれぞれ両側有意水準、1%, 5%, 10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

分析結果は次のようである。環境（E）に関する指標がないため、社会（S）とガバナンス（G）に関して観察する。

まず社会（S）に関しては統計的に有意となる指標が見られない。近年は女性の活躍に関して注目されているが、単純に女性の従業員比率や管理職比率、役員比率が高いということは将来のリターンとの関係が強いわけではない。

次にガバナンス（G）に関して観察する。ガバナンスの分類では幾つか統計的に有意とな

ESG 情報と株式リターンとの実証分析
—公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較—

る指標が見られる。

スプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファに関して株主還元に関する指標のリターンとの関係が有意となっている。表 4.1 の No.19 株主還元比率と No.20 株主還元比率の 3 年平均は共に 5%水準で有意となっている。近年、株式市場で株主還元がテーマになっていることも背景となるだろう。

表 4.2 2 分位ポートフォリオの分析結果

No.	分類	変数	反転	リターンズスプレッド (High-Low) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ		スプレッド (H-L)			
				値	t値	Low 値	t値	High 値	t値	値	t値
1	S	女性取締役比率		0.13%	0.10	-0.20%	-0.71	0.99%	1.11	1.19%	1.04
2	S	女性役員人数		1.68%	0.99	-0.51%	-0.83	0.96%	1.04	1.47%	0.96
3	G	取締役会出席率75%以下の取締役人数	○	-7.03%	-0.73	0.13%	0.64	-1.59%	-0.61	-6.70%	-0.66
4	G	メインバンク株式保有比率		-0.74%	-0.71	0.67%	1.46	-0.68%	-1.46	-1.34%	-1.46
5	G	社外取締役持株比率		-1.54%	-1.84 *	0.37%	1.36	-0.42%	-1.11	-0.79%	-1.24
6	G	直近の3年度の監査意見回数	○	0.28%	0.29	0.10%	0.40	-0.10%	-0.15	-0.20%	-0.22
7	G	女性役員比率		1.75%	1.03	0.98%	1.06	-0.55%	-0.89	-1.52%	-0.99

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 2 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、High のロング と Low のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ (スプレッド, High-Low) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、2 分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。*は両側有意水準 10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

また表 4.1 の No.13 社長持株比率のスプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファも有意である。社長の持株比率が高いことにより (1) 配当等の利益分配面で社長への帰属が高いことから経営への真剣な姿勢が期待されることや、(2) そのような真剣な姿勢の実現がしやすいことが、業績パフォーマンスを改善させるため、株価も上昇させる要因となるのだろう。同様の観点から、役員の経営コミット度合いにつながる No.14 役員持株比率が高いこととリターンとの関係が有意に強いようである。

表 4.1 の No.7 取締役平均年齢に関しては年齢が低い方が将来のリターンとの正の関係が強い。これは年功序列ではなく成果主義の企業文化の代理変数となっている可能性がある。こうした企業風土が、業績や株式パフォーマンスと関係していると考えられる。

一方、表 4.1 の No.11 メインバンク株式保有比率はリターンと負の関係が強い。田中・倉田 (2011) に依拠して本稿ではメインバンク株式保有比率が大きい方がガバナンス面で優れていると仮定しているが、むしろメインバンク以外の株主の意向が反映し難くなることなどから、むしろ値が小さい方を評価すべきかもしれない。No.12 取締役と執行役員兼任比率は、兼任比率がデータを「反転」処理しているため、元の値が小さい方が将来のリターンが高い関係となっており、ガバナンス面では劣位の方がリターンはプラスとなる傾向である。

4.1.1.2 デフレート処理等をした指標の水準の評価と株式リターンとの関係

本節では、表 3.3 で示す売上げ等でデフレートや後の系列で「水準」により活動の程度を評価する指標と株式リターンとの関係を示す。

本節での分析はサンプル数が確保できる指標のため 5 分位ポートフォリオでの分析のみの結果となる。

表 4.3 5 分位ポートフォリオの分析結果

No.	分類	変数	リターンズブレッド (Q5-Q1) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ Q1 (低)		Q2		Q3		Q4		Q5 (高)		スプレッド (Q5-Q1)		
			反転値	t値	t値	t値	t値	t値	t値	t値	t値	t値	t値	t値	t値		
1	E	二酸化炭素排出量	○	6.96%	2.39 **	-2.17%	-1.37	-1.57%	-1.82 *	-0.84%	-0.72	0.05%	0.04	4.57%	2.85 ***	6.74%	2.51 **
2	E	水使用量	○	2.85%	1.10	-0.26%	-0.17	-1.08%	-0.99	-1.27%	-1.00	-0.88%	-0.79	3.52%	2.54 **	3.77%	1.59
3	E	製造単位で消費する水使用量	○	-3.67%	-0.77	2.64%	0.63	-3.16%	-1.05	0.37%	0.14	-0.39%	-0.13	0.56%	0.20	-2.08%	-0.38
4	E	紙消費量	○	-2.42%	-0.74	1.99%	0.96	-0.24%	-0.12	1.48%	0.83	-1.20%	-0.58	-2.20%	-1.07	-4.19%	-1.26
5	E	環境・社会的責任(RPP) ライフ等の支出	○	-2.75%	-1.08	2.40%	1.51	-2.76%	-1.73 **	2.42%	1.92 *	-1.46%	-0.93	-0.55%	-0.37	-2.95%	-1.16
6	E	二酸化炭素直接排出量	○	4.92%	1.24	-3.54%	-1.37	1.58%	0.61	0.59%	0.21	0.55%	0.26	0.60%	0.23	4.14%	0.99
7	E	二酸化炭素間接排出量	○	-0.47%	-0.13	0.19%	0.08	-0.03%	-0.01	-0.30%	-0.12	-0.31%	-0.16	0.49%	0.23	0.30%	0.09
8	E	事業活動に伴う環境保護等の取組み費用	○	-4.35%	-1.84 *	2.96%	1.98 *	-0.73%	-0.40	1.35%	0.91	-1.85%	-1.26	-1.68%	-0.99	-4.64%	-1.93 *
9	E	GHG排出量	○	3.92%	0.91	-1.52%	-0.56	-1.35%	-0.63	-2.71%	-1.43	3.50%	1.33	1.98%	0.74	3.49%	0.84
10	E	再生資源から生成された材料の消費量	○	-1.33%	-0.24	-2.70%	-0.75	1.57%	0.56	-3.26%	-0.88	7.85%	2.54 **	-3.28%	-0.98	-0.58%	-0.10
11	E	廃棄量	○	5.24%	2.12 **	-0.68%	-0.40	-1.16%	-0.96	-1.08%	-0.85	-1.02%	-0.79	3.95%	2.82 ***	4.63%	1.90 *
12	E	材料消費量	○	5.54%	1.90 *	-1.75%	-1.07	-0.33%	-0.31	-2.07%	-2.16 **	1.04%	0.78	3.11%	1.96 *	4.85%	1.76 *
13	S	女性中間管理職比率-女性従業員比率	○	-6.93%	-0.90	7.51%	1.66	-6.43%	-2.08 **	-2.09%	-0.74	0.77%	0.26	1.23%	0.27	-6.28%	-0.89
14	S	女性役員比率-女性従業員比率	○	1.97%	0.45	-1.13%	-0.37	-3.82%	-1.30	2.40%	0.77	-0.10%	-0.05	2.75%	0.97	3.89%	0.91
15	G	自社株買い設定枠	○	1.93%	0.52	-0.84%	-0.40	2.51%	1.13	-2.57%	-1.33	0.46%	0.31	0.35%	0.16	1.19%	0.31
16	G	自社株買い実現額	○	-0.85%	-0.25	1.27%	0.54	-0.49%	-0.24	-1.21%	-0.64	-0.16%	-0.09	0.53%	0.26	-0.74%	-0.21
17	G	常務相当以上の取締役人数	○	3.11%	1.39	-1.00%	-1.16	-0.59%	-1.07	0.53%	0.79	1.03%	1.30	-0.05%	-0.06	0.95%	0.74
18	G	社外取締役人数	○	1.25%	0.78	0.71%	0.93	-0.22%	-0.33	-1.56%	-2.45 **	0.00%	0.00	1.45%	1.79 *	0.74%	0.55
19	G	非執行社外取締役人数	○	-0.66%	-0.39	0.47%	0.66	1.19%	1.10	-1.05%	-1.44	-1.31%	-2.34 **	0.67%	0.83	0.51%	0.41
20	G	取締役と執行役員兼任人数	○	-2.84%	-2.60 **	0.60%	0.88	-0.59%	-0.53	0.20%	0.32	0.62%	0.97	-1.52%	-2.40 **	-2.12%	-2.12 **
21	G	業務執行役取締役人数	○	-1.84%	-1.31	0.52%	0.76	0.09%	0.09	-0.20%	-0.26	-0.38%	-0.67	-0.20%	-0.31	-0.72%	-0.74

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 5 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、Q5 のロング と Q1 のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズブレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド, Q5-Q1) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、5 分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。***, **, *はそれぞれ両側有意水準、1%, 5%, 10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

環境 (E) と社会 (S), ガバナンス (G) 別に整理して観察すると、環境に関しては将来のリターンと統計的に有意な指標が見られたが、社会とガバナンスでは見られない。

なかでも No.1 二酸化炭素排出量はスプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファに関して 5%水準で有意となっている。近年、地球温暖化が大きな問題となっており、その原因となる温室効果ガス (GreenHouse Gas : GHG) の削減が求められている。GHG の 4 分の 3 を二酸化炭素が占めるため、同排出量が小さい企業が市場で評価されるのかもしれない。

また No.12 エネルギー消費量が少ない企業の方がリターンと有意な関係が見られるが、これもエネルギー消費が少ないことは GHG 排出を抑えることにつながると評価される。

また近年、地球温暖化と並んでゴミが大きな環境問題になっていることから No.11 廃棄量が少ない企業が評価されていると考える。統計的に見て 5 分位ポートフォリオの最も情報が大きい Q5 のみで 5%有意となる No.2 水使用量も近年、水不足が世界的な問題となるなかである程度のリターンとの関係が見られている。

4.1.2 変化の評価と株式リターンとの関係

4.1.2.1 デフレートなどしない変化の評価と株式リターンとの関係

情報ベンダーから提供情報の 3 年前との「変化」により活動の程度を評価する指標と株式リターンとの関係に関して 5 分位ポートフォリオを用いた分析結果は表 4.4 に示す。またサンプルが少ないため 5 分位検証が難しいケースの 2 分位ポートフォリオの結果は表 4.5 に示す。

ESG 情報と株式リターンとの実証分析
 ー公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較ー

表 4.4 5 分位ポートフォリオの分析結果

No.	分類	変数	リターンズスプレッド (Q5-Q1) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ Q1(低)		Q2		Q3		Q4		Q5(高)		スプレッド(Q5-Q1)		
			反転	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値
1	S	退職者数の従業員数に対する比率	○	-8.93%	-0.53	-13.64%	-1.37	5.96%	0.66	-3.84%	-0.45	10.12%	0.95	-12.17%	-0.93	1.46%	0.09
2	S	女性従業員比率		5.11%	0.82	-8.51%	-1.98*	10.78%	2.49**	-0.07%	-0.02	-1.87%	-0.53	-1.32%	-0.40	7.19%	1.16
3	S	障害者比率		0.82%	0.17	-1.79%	-0.51	1.11%	0.42	1.58%	0.58	-0.78%	-0.28	-0.04%	-0.02	1.75%	0.35
4	S	女性取締役比率		-0.18%	-0.08	-0.56%	-0.35	0.92%	1.16	-0.19%	-0.64	-0.80%	-0.49	0.31%	0.38	0.88%	0.55
5	G	取締役会出席率		-5.41%	-0.45	-6.84%	-0.94	9.83%	2.02**	1.37%	0.23	-0.41%	-0.07	-7.76%	-1.12	-0.91%	-0.08
6	G	独立取締役の取締役会出席率		-2.62%	-1.88*	0.96%	0.97	0.45%	0.35	-0.46%	-0.45	-0.46%	-0.49	-1.43%	-1.56	-2.39%	-1.67
7	G	取締役平均年齢	○	-2.24%	-1.57	1.02%	1.12	-0.52%	-0.96	-0.95%	-1.68*	0.54%	0.76	-0.45%	-0.67	-1.46%	-1.10
8	G	最も高齢の取締役の年齢	○	0.05%	0.04	0.02%	0.03	3.50%	2.11**	-0.41%	-1.04	-0.35%	-0.48	0.22%	0.31	0.19%	0.16
9	G	最も若い取締役の年齢	○	-1.97%	-0.93	1.46%	0.79	0.27%	0.73	-1.14%	-1.42	-0.46%	-0.77	0.28%	0.41	-1.18%	-0.54
10	G	取締役と執行役員兼任比率	○	1.74%	1.50	-1.04%	-1.25	-0.11%	-0.23	1.35%	1.22	-0.19%	-0.26	0.86%	1.21	1.90%	1.59
11	G	社長持株比率		-1.93%	-1.25	1.77%	1.86*	-0.88%	-1.02	-0.27%	-0.38	-0.75%	-1.40	0.11%	0.14	-1.66%	-1.19
12	G	社外取締役持株比率		0.80%	0.52	-0.22%	-0.25	0.56%	1.53	5.20%	0.71	-0.75%	-0.74	-0.45%	-0.53	-0.22%	-0.17
13	G	役員持株比率		-1.55%	-0.98	1.74%	1.63	-1.10%	-1.62	-0.47%	-0.66	-1.15%	-1.64	0.98%	1.89*	-0.76%	-0.58
14	G	直近の3年度の監査意見回数	○	-1.21%	0.93	0.20%	0.29	0.86%	1.28	0.31%	1.23	-0.60%	-0.74	-1.98%	-1.71*	-1.57%	-1.26

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 5 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、Q5 のロング と Q1 のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド、Q5-Q1) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、5 分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。**, *はそれぞれ両側有意水準、5%、10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

表 4.5 2 分位ポートフォリオの分析結果

No.	分類	変数	反転	リターンズスプレッド (High-Low) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ Low		High		スプレッド(H-L)	
				値	t値	値	t値	値	t値	値	t値
1	S	女性中間管理職比率		0.52%	0.05	-0.14%	-0.02	-1.34%	-0.27	-1.21%	-0.12
2	G	メインバンク株式保有比率		1.26%	1.02	-0.57%	-0.56	0.15%	0.65	0.72%	0.57

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 2 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、High のロング と Low のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド、High-Low) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、2 分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

基本的に変化の情報は、該当する期間に対応する企業側の ESG の取り組みの成果である。表 4.4、表 4.5 に示される指標はリターンとの関係で正方向に有意な指標は見られないことは留意される。

4.1.2.2 デフレート処理等をした指標の変化の評価と株式リターンとの関係

本節では、表 3.3 で示す売上げ等でデフレートした後の系列で「変化」により活動の程度を評価する指標と株式リターンとの関係を示す。サンプル数が確保できる指標が対象となっているため 5 分位ポートフォリオでの分析のみの結果となる。

シンプルなりターンズスプレッド (Q5-Q1) の平均値では、No.13 女性中間管理職比率ー女性従業員比率のみ 5%有意となっている。女性従業員が多いことは女性の活躍とも関連するが、それと比べてむしろ課長レベルの実務的な管理職とし活躍している割合を高めることが女性活躍の観点では重要となるからである。

FF3 モデルのアルファに関して統計的に有意な指標は見られない。しかし No.2 水使用量と No.11 廃棄量は、t 値がそれぞれ 1.06、1.65 とある程度の水準である。環境問題において、

世界的に水不足やゴミの問題が注目されるなか、水使用量の削減、ゴミ削減への努力の現れが市場でも評価されていると考える。

表 4.6 5 分位ポートフォリオの分析結果

No/分類	変数	反転	リターンズスプレッド (Q5-Q1) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ Q1 (低)		Q2		Q3		Q4		Q5 (高)		スプレッド (Q5-Q1)	
			値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値
1	E	○	1.85%	0.75	-1.27%	-0.94	-0.64%	-0.53	1.43%	1.19	1.03%	0.89	-0.58%	-0.43	0.69%	0.33
2	E	○	2.82%	1.17	-2.68%	-1.71*	-0.42%	-0.38	2.30%	1.53	1.05%	0.94	-0.30%	-0.26	2.38%	1.06
3	E	○	2.11%	0.37	-0.47%	-0.13	3.35%	1.00	-2.06%	-0.63	1.66%	0.49	-2.36%	-0.75	-1.89%	-0.34
4	E	○	-2.85%	-0.66	2.63%	1.10	3.19%	1.57	-1.91%	-0.75	-0.43%	-0.22	-3.43%	-1.47	-6.07%	-1.53
5	E	○	1.92%	0.79	-1.13%	-0.68	-2.24%	-1.37	3.68%	1.97*	-0.15%	-0.10	-0.19%	-0.14	0.94%	0.37
6	E	○	5.24%	1.18	-2.35%	-0.80	-0.55%	-0.19	-2.89%	-0.94	1.10%	0.32	4.37%	1.47	6.72%	1.49
7	E	○	-2.14%	-0.46	0.52%	0.19	-3.45%	-1.00	0.56%	0.19	3.95%	1.19	-1.75%	-0.54	-2.27%	-0.49
8	E	○	-1.68%	-0.66	0.96%	0.65	0.86%	0.65	1.18%	1.04	-1.09%	-0.71	-1.93%	-1.05	-2.89%	-1.11
9	E	○	2.95%	0.79	-2.90%	-1.18	2.02%	0.87	0.97%	0.42	1.13%	0.42	-1.25%	-0.54	1.65%	0.44
10	E	○	-8.73%	-1.43	4.69%	1.35	-2.99%	-0.65	2.06%	0.50	0.37%	0.10	-3.94%	-0.89	-8.63%	-1.34
11	E	○	2.56%	1.42	-3.20%	-2.31**	0.35%	0.26	2.71%	2.20**	0.25%	0.20	-0.09%	-0.08	3.11%	1.65
12	E	○	2.01%	1.28	-2.45%	-1.93*	0.73%	0.82	1.77%	1.50	1.27%	1.13	-1.29%	-1.31	1.16%	0.76
13	S	○	23.80%	2.14**	-7.45%	-0.91	1.53%	0.26	-4.55%	-0.57	1.76%	0.27	8.98%	1.25	16.43%	1.47
14	G	○	6.30%	0.76	-1.52%	-0.35	-8.86%	-2.04**	0.81%	0.19	5.17%	1.05	5.09%	0.80	6.61%	0.76
15	G	○	3.21%	0.48	-8.73%	-2.01**	1.32%	0.23	4.51%	1.06	4.23%	1.06	-3.04%	-0.73	5.68%	0.81
16	G	○	0.13%	0.13	-0.15%	-0.21	0.59%	0.90	-0.42%	-0.56	-0.01%	-0.01	-0.06%	-0.11	0.09%	0.09
17	G	○	-0.20%	-0.16	0.11%	0.14	0.51%	0.74	-0.55%	-0.87	-0.13%	-0.19	-0.10%	-0.14	-0.21%	-0.20
18	G	○	-0.96%	-0.75	-0.54%	-0.58	0.73%	1.49	-0.78%	-1.06	0.21%	0.30	-0.92%	-1.53	-0.38%	-0.31
19	G	○	-1.71%	-1.47	0.83%	1.18	-0.17%	-0.24	1.35%	1.22	-0.11%	-0.23	-1.04%	-1.25	-1.87%	-1.56
20	G	○	-1.51%	-1.24	-0.35%	-0.51	0.35%	0.52	-0.15%	-0.19	0.78%	1.27	-1.97%	-2.42**	-1.62%	-1.30

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 5 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、Q5 のロングと Q1 のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ (スプレッド, Q5-Q1) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、5 分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。**, *はそれぞれ両側有意水準、5%, 10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

4.2 実施と未実施

表 4.7 では ESG 活動を評価する「実施」と「未実施」の 2 カテゴリーポートフォリオの検証結果を示す。No.31 赤字賞与に関しては本来、業績が悪いにも関わらず従業員に賞与を与えるという観点ではガバナンス面で優れているとは言にくい。また No.27 株主提案の有無に関しても、提案がある企業は経営者の企業経営に対して改善の要求があるからである。基本的に ESG 活動では「実施」がポジティブと評価される系列がほとんどとなるなか、表 4.7 では表示を分かりやすくするため、No.31 赤字賞与と No.27 株主提案の有無では実施 (未実施) の項目には実際には未実施 (実施) を入れて反転した結果を入れている。

分析結果に関して見ると、ESG 面でポジティブ方向としてリターンとの関係が強い指標は 2 つしか見られず少ない。実施企業において量的に測りにくいとは言え、どの程度、企業が真剣な姿勢で実施しているのかが反映されないからだろう。

環境 (E) と社会 (S)、ガバナンス (G) の観点で整理して観察すると次のようである。先ず環境 (E) に関しては統計的に有意となる指標が見られない。環境は二酸化炭素排出量等の量的データで企業の活動が評価されるものも少なくないことから、実施しているかという評価では活動が捉えにくいかもしれない。

次に社会 (S) に関しては、No.14 全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組みの情報はスプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファに関してリターンとの関係が 10%水準で有意となっている。研修の取り組みを公表している企業は従業員を育てていこうとする姿

ESG 情報と株式リターンとの実証分析
 ー公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係性を比較ー

勢が強く企業の成長の原動力となるため株式市場でも評価されていると考えられる。そして No.20 国連グローバルコンパクト署名に関してはリターンとの関係性有意とはならないが、FF3 モデルのアルファの t 値はある程度の水準となっている。持続的な成長への目標を示していく姿勢が市場から評価されていると見られる。

表 4.7 2 カテゴリーポートフォリオの分析結果

No.	分類	変数	反転	リターンズブレッド (実施-未実施) 平均		Fama-French 3 ファクターアルファ					
				値	t値	未実施 値	t値	実施 値	t値	スプレッド(実施-未実施) 値	t値
1	E	GRIのフレームワーク活用		-1.35%	-0.65	-0.05%	-0.17	0.45%	0.46	0.49%	0.41
2	E	温室効果ガス排出削減の取組み		-2.18%	-1.12	0.28%	0.36	-0.15%	-0.29	-0.44%	-0.35
3	E	エネルギー効率化取組み		-2.18%	-0.96	0.74%	0.61	-0.22%	-0.49	-0.96%	-0.60
4	E	生物多様性保護の取組み		-0.81%	-0.42	-0.29%	-0.91	0.68%	0.83	0.97%	0.86
5	E	水の節減、処理能力改善に取組み		-1.52%	-0.93	0.04%	0.13	-0.04%	-0.04	-0.08%	-0.06
6	E	廃棄物削減の取組み		-2.53%	-1.21	0.84%	0.80	-0.41%	-0.70	-1.25%	-0.80
7	E	サプライチェーンの環境フットプリント削減取組み		-1.00%	-0.50	-0.02%	-0.04	0.15%	0.21	0.18%	0.13
8	E	環境にやさしい包装の取組み推進		-0.41%	-0.28	-0.09%	-0.44	0.44%	0.40	0.53%	0.41
9	E	事業・自社製品等の使用でGHG排出削減取組み		-1.77%	-1.06	0.20%	0.35	-0.20%	-0.34	-0.40%	-0.36
10	E	気候変動への顧客寄与を軽減製品の開発・発売		-4.68%	-0.95	0.04%	1.49	-3.12%	-0.64	-3.16%	-0.64
11	E	環境フットプリント削減の環境管理・システム導入		-1.65%	-0.68	0.84%	0.66	-0.27%	-0.41	-1.11%	-0.59
12	S	サプライチェーンのダイバーシティ導入		-2.35%	-0.62	-0.07%	-0.02	-0.01%	-0.31	0.06%	0.02
13	S	企業が従業員へのCSRトレーニング導入		-0.99%	-0.60	-0.06%	-0.41	0.37%	0.36	0.43%	0.37
14	S	全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組み		0.70%	0.65	-0.87%	-1.69*	0.45%	1.84*	1.32%	1.74*
15	S	サプライチェーンの社会的リスク削減の取組み		-0.68%	-0.30	-0.19%	-0.57	0.61%	0.59	0.80%	0.59
16	S	差別的対応をしないよう積極的な取組み		-1.35%	-0.93	0.18%	0.39	-0.17%	-0.35	-0.35%	-0.37
17	S	健康と安全のリスクや責任を認識している		-0.90%	-0.53	-0.02%	-0.03	0.02%	0.03	0.04%	0.03
18	S	全部門で児童労働防止策を講じている		-1.26%	-0.54	0.00%	-0.01	-0.11%	-0.09	-0.11%	-0.07
19	S	消費者データやプライバシー保護確保の取組み		1.90%	1.06	-1.04%	-1.29	1.14%	1.32	2.19%	1.48
20	S	国連グローバルコンパクト署名		-0.22%	-0.10	-0.16%	-1.58	1.65%	1.66	1.81%	1.65
21	S	SDGsの定量目標を示している		-4.91%	-1.24	-0.05%	-0.52	-4.11%	-1.02	-4.06%	-0.99
22	S	サプライチェーンへの苦情報告に報復・懲罰なし		-1.68%	-1.16	0.33%	0.34	0.00%	-0.02	-0.33%	-0.29
23	S	職場全員の人権保護の取組み		-1.42%	-0.95	0.17%	0.40	-0.16%	-0.35	-0.34%	-0.37
24	G	会長が社外取締役		-2.10%	-0.51	0.00%	-0.15	-0.09%	-0.03	-0.09%	-0.03
25	G	業績連動型報酬制度		0.71%	0.66	-0.52%	-1.76*	0.87%	1.95*	1.39%	1.91*
26	G	役員報酬の額または算定方法決定方針		1.67%	1.18	-1.78%	-1.60	0.29%	1.99*	2.07%	1.66
27	G	株主提案の有無	○	4.96%	1.20	-3.30%	-0.96	0.01%	0.40	3.36%	0.96
28	G	執行役員制の採用		-1.77%	-1.57	0.78%	1.18	-0.34%	-1.21	-1.12%	-1.19
29	G	指名委員会等設置		-0.14%	-0.05	-0.06%	-1.28	2.22%	1.30	2.29%	1.30
30	G	ストックオプション		2.23%	1.56	-0.38%	-1.24	0.87%	1.24	1.25%	1.24
31	G	赤字賞与	○	-10.06%	-2.32**	0.47%	2.27**	-6.53%	-2.41**	-7.01%	-2.40**
32	G	買収防衛策	○	2.16%	0.98	-0.42%	-0.29	0.13%	0.50	0.54%	0.33
33	G	株主招集通知の早期発送		-2.34%	-1.09	0.91%	1.07	-0.55%	-1.03	-1.46%	-1.06
34	G	電子行使の利用		2.24%	1.13	-0.76%	-0.90	0.89%	1.16	1.65%	1.03
35	G	英文開示:株主招集通知		1.03%	0.47	-0.11%	-0.14	0.20%	0.25	0.31%	0.20
36	G	英文開示資料:海外投資家向け説明会		1.54%	0.74	0.00%	0.00	0.11%	0.10	0.11%	0.07

(注1) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄について実施と未実施のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、実施のロングと未実施のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズブレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド、実施-未実施)リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF3ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は12倍して年率換算。**, *はそれぞれ両側有意水準、5%、10%を示す。

(注2) 31赤字賞与と27株主提案の有無では実施(未実施)の項目には実際には未実施(実施)を入れて反転した結果を入れている。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

最後にガバナンス(G)ではNo.25業績連動型報酬制度は、実施-未実施のスプレッドはFF3モデルのアルファで見ると10%水準で有意となっている。成果主義が従業員の仕事に対するモチベーションを高めて、それが業績パフォーマンスにつながっていくと市場で評価される。

表 4.8 2 カテゴリーポートフォリオの分析結果

No.	分類	変数	リターンズスプレッド (開示-未開示) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ				スプレッド (開示-未開示)	
			値	t値	未開示 値	t値	開示 値	t値	値	t値
1	E	二酸化炭素排出量	-1.54%	-0.77	-0.02%	-0.06	0.10%	0.11	0.12%	0.10
2	E	GRIのフレームワーク活用	-1.63%	-0.70	-0.08%	-0.37	0.41%	0.39	0.49%	0.39
3	E	水使用量	-1.49%	-0.74	-0.04%	-0.12	0.13%	0.13	0.17%	0.13
4	E	製造単位で消費する水使用量	-3.33%	-1.36	0.05%	0.81	-2.05%	-0.93	-2.11%	-0.93
5	E	紙消費量	-0.43%	-0.26	-0.11%	-1.57	1.73%	1.56	1.83%	1.56
6	E	温室効果ガス排出削減の取組み	-2.49%	-1.21	0.23%	0.44	-0.28%	-0.44	-0.51%	-0.44
7	E	エネルギー効率化取組み	-2.27%	-1.07	0.44%	0.62	-0.33%	-0.56	-0.77%	-0.60
8	E	環境・社会的責任コンプライアンス等の支出	-1.27%	-0.53	0.00%	0.01	0.05%	0.04	0.04%	0.03
9	E	生物多様性保護の取組み	-1.39%	-0.63	-0.18%	-0.64	0.57%	0.63	0.75%	0.64
10	E	水の節減、処理能力改善に取組み	-2.01%	-1.02	0.01%	0.06	-0.14%	-0.13	-0.15%	-0.11
11	E	二酸化炭素直接排出量	-0.24%	-0.10	-0.13%	-2.06 **	2.02%	1.79 *	2.15%	1.81 *
12	E	二酸化炭素間接排出量	-0.53%	-0.23	-0.12%	-1.77 *	1.70%	1.48	1.82%	1.50
13	E	廃棄物削減の取組み	-2.37%	-1.13	0.45%	0.67	-0.48%	-0.70	-0.94%	-0.69
14	E	事業活動に伴う環境保護等の取組み費用	-1.57%	-0.73	0.01%	0.06	0.01%	0.01	0.00%	0.00
15	E	再生可能エネルギー・電気の利用方針	-0.31%	-0.05	-0.01%	-0.38	2.10%	0.31	2.11%	0.31
16	E	サプライチェーンの環境フットプリント削減取組み	-1.51%	-0.68	-0.01%	-0.02	0.04%	0.05	0.05%	0.04
17	E	環境にやさしい包装の取組み推進	-0.89%	-0.61	-0.07%	-0.45	0.35%	0.33	0.42%	0.34
18	E	事業・自社製品等の使用でGHG排出削減取組み	-2.24%	-1.15	0.18%	0.41	-0.33%	-0.45	-0.50%	-0.44
19	E	気候変動への顧客寄与を軽減製品の開発・発売	-5.08%	-1.00	0.03%	1.44	-3.19%	-0.65	-3.22%	-0.65
20	E	GHG排出量	-1.29%	-0.46	-0.05%	-0.44	0.69%	0.45	0.74%	0.45
21	E	再生資源から生成されたエネルギーの消費量	-0.88%	-0.33	-0.02%	-0.39	0.97%	0.52	0.99%	0.52
22	E	リサイクル済水量の水使用量合計の比率	-1.33%	-0.30	0.02%	0.52	-0.41%	-0.11	-0.43%	-0.12
23	E	廃棄量	-1.13%	-0.57	-0.08%	-0.25	0.44%	0.45	0.51%	0.40
24	E	エネルギー消費量	-1.67%	-0.85	0.01%	0.03	0.06%	0.07	0.05%	0.04
25	E	環境フットプリント削減の環境管理・システム導入	-1.87%	-0.80	0.51%	0.62	-0.37%	-0.46	-0.88%	-0.54
26	S	退職者数の従業員数に対する比率	1.79%	0.50	-0.05%	-2.07 **	4.34%	1.24	4.39%	1.25
27	S	女性従業員比率	-0.38%	-0.24	-0.09%	-1.75 *	1.65%	1.58	1.75%	1.59
28	S	女性中間管理職比率	0.81%	0.47	-0.09%	-1.39	2.16%	1.48	2.24%	1.49
29	S	障害者比率	-1.00%	-0.67	-0.02%	-0.26	0.22%	0.18	0.24%	0.18
30	S	コンプライアンス・ポリシー導入	-1.49%	-0.73	0.23%	0.17	-0.08%	-0.29	-0.31%	-0.21
31	S	企業が従業員へのCSRトレーニング導入	-1.39%	-0.72	-0.04%	-0.30	0.30%	0.27	0.34%	0.28
32	S	全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組み	-0.16%	-0.12	-0.50%	-1.26	0.38%	0.98	0.88%	1.17
33	S	サプライチェーンの社会的リスク削減の取組み	-1.23%	-0.48	-0.14%	-0.53	0.49%	0.43	0.64%	0.45
34	S	差別的対応をしないよう積極的な取組み	-1.76%	-1.00	0.21%	0.49	-0.24%	-0.42	-0.45%	-0.46
35	S	健康と安全のリスクや責任を認識している	-1.32%	-0.69	0.04%	0.07	-0.05%	-0.08	-0.09%	-0.08
36	S	全部門で児童労働防止策を講じている	-1.64%	-0.63	0.00%	-0.01	-0.18%	-0.13	-0.17%	-0.11
37	S	消費者データやプライバシー保護確保の取組み	0.94%	0.73	-0.38%	-0.78	1.24%	1.37	1.62%	1.39
38	S	国連グローバルコンパクト署名	-0.76%	-0.31	-0.13%	-1.49	1.53%	1.46	1.65%	1.47
39	S	SDGsの定量目標を示している	-5.43%	-1.42	-0.04%	-0.52	-4.14%	-1.05	-4.09%	-1.02
40	S	コンプライアンスへの苦情報告に報復・懲罰なし	-2.42%	-1.37	0.56%	0.64	-0.14%	-0.41	-0.70%	-0.62
41	S	ESG関連のサプライヤー向けガイドライン公開	-1.30%	-0.50	-0.15%	-0.62	0.53%	0.45	0.68%	0.49
42	S	職場全員の人権保護の取組み	-1.78%	-0.99	0.16%	0.40	-0.25%	-0.44	-0.41%	-0.43
43	G	取締役会出席率	0.75%	0.32	-0.05%	-1.33	1.65%	1.08	1.70%	1.09
44	G	取締役会出席率75%以下の取締役人数	-2.09%	-0.33	-0.05%	-1.55	-0.73%	-0.11	-0.68%	-0.10
45	G	執行役報酬開示	-0.59%	-0.18	-0.05%	-0.93	2.28%	1.17	2.35%	1.17
46	G	役員報酬の額または算定方法決定方針	1.65%	1.16	-1.49%	-1.48	0.29%	1.98 *	2.05%	1.65

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄について開示と未開示のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、開示のロングと未開示のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ (スプレッド、開示-未開示) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。**, *はそれぞれ両側有意水準、5%、10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

4.3 開示と未開示

本節では ESG 開示と将来のリターンとの関係を示す。分析は 2 カテゴリーポートフォリオを用いている。結果は表 4.8 で示される。

分析結果に関して見ると、スプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファに関してリターンとの関係が有意となる指標は 1 つしか見られない。ESG 活動に関して量的に程度が示される項目も増えているなかで、開示しているかという点のみでは企業の ESG への取り組みが示されない状況なのかもしれない。

そのスプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファで唯一、有意な指標は No.11 二酸化炭素直接排出量である。二酸化炭素の排出量に関しては、企業が事業活動で直接排出するも

のがこれにあたる。一方、例えば利用する電力があればその発電のための排出量が間接排出量である。こうした内訳までも開示することは企業の環境問題対応に向けた姿勢が強いことを示しているからだろう。

ただ注目される点として No.26 退職者数の従業員数に対する比率、No.27 女性従業員比率に関して未開示企業は FF モデルのアルファがマイナスに有意となっている。社会 (S) の面で未開示であることが、ネガティブな評価となると見られる。

5 追加的分析

さらに2つの観点で追加的な分析を行う。

第1に表3.3で取り上げた売上げでデフレートした項目に関して、売上げ以外の経済活動を示す代理変数でデフレートする場合にも、リターンに対して同様の傾向が見られるかを観察する。本節では図表4.3で示すデフレート処理等をした環境 (E) に関する指標の「水準」に関する分析について行う。同分析結果はリターンに対して統計的に有意となる指標が多かったことから、売上げ以外の指標でデフレートする場合にも同様の傾向が見られるかの頑健性を捉える。

第2に本稿での分析は分析期間を変えた場合のリターンとの関係の頑健性を見るものである。本稿は2020年1月までの過去60ヵ月の分析を行っている。これは特に近年になり(1)投資家の間でESG投資が注目されてきたことや、(2)ESG指標のデータが整備されてきたことが背景にある。本節では本稿での分析期間の前となる2009年10月～2015年1月までの64ヵ月間の分析を行う。ESGに関する市場の注目や、データの整備は2008年のリーマンショック後の市場の落ち着きを取り戻した後であるからである。本稿で9月末にESGデータが更新されるとして分析を行っているため、リターンとの関係は2009年10月からとする。

5.1 4つの代理変数でデフレートした環境指標の「水準」に関する分析

本節では表3.3で取り上げた、売上げ以外の経済活動を示す代理変数でデフレートする場合の有効性を観察する。具体的に「(1) 売上げ」の代わりに「(2) EBITDA⁹⁾」「(3) 総資産」「(4) 従業員数」を用いる。これらの指標は Bloombergなどで環境情報をデフレートする指標として使われているからである。何れも本稿の分析で(1)売上げのデータの取得サイクルと同様に毎年9月末時点で直近実績の連結優先本決算情報が更新されるとする。5分位ポートフォリオを使った分析結果を表5.9で示す。No.1～No.12までの売上げでデフレートした分析結果に関しては、表5.3と同様の結果である。

分析結果から売上げでデフレートしたケースで、スプレッドを対象とするFF3モデルのアルファに関して5%水準で有意となるNo.1 二酸化炭素排出量は、他の3つの変数でデフレートしたNo.13, No.25, No.37でも10%水準で有意となり有効性が高い。

表 5.1 5 分位ポートフォリオの分析結果

デフレートのみ母 No.	変数	反転	リターンズスプレッド (Q5-Q1) 平均値		FF 3 アルファ スプレッド (Q5-Q1)	
			値	t値	値	t値
売上げ	1 二酸化炭素排出量	○	6.96%	2.39 **	6.74%	2.51 **
	2 水使用量	○	2.85%	1.10	3.77%	1.59
	3 製造単位で消費する水使用量	○	-3.67%	-0.71	-2.08%	-0.38
	4 紙消費量	○	-2.42%	-0.74	-4.19%	-1.26
	5 環境・社会的責任コンプライアンス等の支出		-2.75%	-1.08	-2.95%	-1.16
	6 二酸化炭素直接排出量	○	4.92%	1.24	4.14%	0.99
	7 二酸化炭素間接排出量	○	-0.47%	-0.13	0.30%	0.09
	8 事業活動に伴う環境保護等の取組み費用		-4.35%	-1.84 *	-4.64%	-1.93 *
	9 GHG排出量	○	3.92%	0.91	3.49%	0.84
	10 再生資源から生成されたエネルギーの消費量	○	-1.33%	-0.24	-0.58%	-0.10
	11 廃棄量	○	5.24%	2.12 **	4.63%	1.90 *
	12 エネルギー消費量	○	5.54%	1.90 *	4.85%	1.76 *
EBITDA	13 二酸化炭素排出量	○	5.74%	1.99 *	5.20%	1.94 *
	14 水使用量	○	0.92%	0.35	1.98%	0.84
	15 製造単位で消費する水使用量	○	-2.80%	-0.52	-1.33%	-0.24
	16 紙消費量	○	-1.82%	-0.52	-3.32%	-0.94
	17 環境・社会的責任コンプライアンス等の支出		-1.94%	-0.73	-2.48%	-0.95
	18 二酸化炭素直接排出量	○	1.79%	0.49	2.15%	0.57
	19 二酸化炭素間接排出量	○	-0.60%	-0.15	0.60%	0.14
	20 事業活動に伴う環境保護等の取組み費用		-4.84%	-1.83 *	-5.87%	-2.37 **
	21 GHG排出量	○	2.89%	0.66	2.54%	0.65
	22 再生資源から生成されたエネルギーの消費量	○	-2.13%	-0.39	-1.51%	-0.26
	23 廃棄量	○	3.66%	1.46	3.20%	1.35
	24 エネルギー消費量	○	4.24%	1.42	3.83%	1.42
総資産	25 二酸化炭素排出量	○	5.66%	1.99 *	5.04%	1.89 *
	26 水使用量	○	2.87%	1.15	3.73%	1.58
	27 製造単位で消費する水使用量	○	-1.37%	-0.25	0.50%	0.09
	28 紙消費量	○	-3.11%	-0.96	-2.80%	-0.84
	29 環境・社会的責任コンプライアンス等の支出		-1.64%	-0.58	-2.25%	-0.81
	30 二酸化炭素直接排出量	○	3.94%	1.05	3.32%	0.85
	31 二酸化炭素間接排出量	○	-2.00%	-0.45	-0.04%	-0.01
	32 事業活動に伴う環境保護等の取組み費用		-3.27%	-1.24	-3.96%	-1.54
	33 GHG排出量	○	5.72%	1.37	5.43%	1.40
	34 再生資源から生成されたエネルギーの消費量	○	-0.12%	-0.02	1.52%	0.28
	35 廃棄量	○	4.32%	1.66	3.98%	1.59
	36 エネルギー消費量	○	5.45%	1.89 *	4.94%	1.82 *
従業員数	37 二酸化炭素排出量	○	5.04%	2.12 **	4.44%	1.85 *
	38 水使用量	○	3.73%	1.60	4.20%	1.79 *
	39 製造単位で消費する水使用量	○	-0.31%	-0.06	0.70%	0.13
	40 紙消費量	○	-1.29%	-0.39	-3.26%	-1.06
	41 環境・社会的責任コンプライアンス等の支出		-2.58%	-1.01	-1.86%	-0.70
	42 二酸化炭素直接排出量	○	4.31%	1.03	2.48%	0.59
	43 二酸化炭素間接排出量	○	0.09%	0.03	-0.84%	-0.22
	44 事業活動に伴う環境保護等の取組み費用		-4.58%	-1.82 *	-4.35%	-1.66
	45 GHG排出量	○	2.76%	0.68	2.31%	0.57
	46 再生資源から生成されたエネルギーの消費量	○	0.14%	0.02	1.14%	0.18
	47 廃棄量	○	4.61%	1.72 *	3.94%	1.44
	48 エネルギー消費量	○	6.69%	2.39 **	5.56%	2.08 **

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 5 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、Q5 のロング と Q1 のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズスプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド、Q5-Q1) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。**, *はそれぞれ両側有意水準、5%、10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

同様に No.12 エネルギー消費量も総資産、従業員数でデフレートした No. 36, No.48 で有意な傾向がみられる。また EBITDA でデフレートする No. 24 のケースも t 値は 1.35

とある程度の水準となっている。

売上げでデフレートするケースでリターンに有意な No.11 廃棄量は、他の指標でデフレートするケースでは有意とはならないが、ある程度の t 値の水準となっている。

分析の結果、売上げ以外の経済活動の変数を用いた場合も、ややリターンに対する有効性は低下するものの概ね有効な傾向が見られている。

5.2 2015 年 1 月まで（2009 年 10 月～2015 年 1 月）の分析

本節では前節までにおこなっている分析ベースとなる期間の前の 2009 年 10 月～2015 年 1 月までの期間で分析を行う。分析対象として取り上げる ESG に関する情報は、本稿におけるメインの分析結果となる 4 節（4. 分析結果）で取り上げたうち、スプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファに関して有意と結果が示されたもののみとする。すなわち 2019 年 1 月までの 60 ヶ月間を対象とする近年の分析結果でリターンと正の相関関係がある指標について、それ以前の傾向では異なっているか観察する。表 5.2 は ESG 活動の程度（量的情報）に関する分析結果を示す。これは 4 節の表 4.1 と表 4.3 に対応するものである。表 5.3 は同じく ESG 活動とリターンの関係を見るものであるが実施・未実施別のカテゴリ分析の結果となる。これは 4 節の表 4.7 に対応する。そして、表 5.4 は ESG 開示情報とリターンの関係を見るものである。これは 4 節の表 4.8 に対応する。

表中の番号 (No.) は比較しやすいように、4 節の対応する表の番号を用いている。なお、ESG 活動の程度の変化に関しては統計的に有意となる指標が見られなかったことから、本節では取り上げていない。

分析結果からスプレッドを対象とする FF3 モデルのアルファに関して有意となる指標は表 5.2 の No.13 社長持株比率、No.14 役員持株比率のみとなり数が少ない。基本的に ESG 関連の指標は特に近年注目されて開示自体も歴史が浅いことから、5 年前以前は市場での評価も確立されていない部分が少なくなかったのかもしれない。

ただ、このように ESG への評価が全般的に高くなかった時期でも、経営者サイドの経営へのコミット度合いを示す No.13 社長持株比率、No.14 役員持株比率はリターンとの関係が強いことは注目される。

表 5.2 ESG 活動の程度（量的情報）に関する分析結果

No	分類	変数	反転	リターンズプレッド (Q5-Q1) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ		Q3		Q4		Q5(高)		スプレッド (Q5-Q1)			
				値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値	値	t値		
<デフレートしない水準評価>																	
7	G	取締役平均年齢	○	2.67%	1.00	-0.72%	-0.82	-0.88%	-1.07	-0.18%	-0.21	-0.71%	-1.01	2.29%	1.44	3.01%	1.37
13	G	社長持株比率		4.79%	1.63	-1.81%	-2.19 **	-1.34%	-1.38	-1.05%	-1.39	0.53%	0.66	3.62%	2.30 **	5.44%	2.65 **
14	G	役員持株比率		4.96%	1.48	-1.88%	-1.82 *	-0.89%	-0.93	-1.21%	-1.51	0.28%	0.31	3.64%	2.28 **	5.52%	2.44 **
<第上げデフレート後の水準評価>																	
1	E	二酸化炭素排出量	○	5.07%	1.49	-4.59%	-2.26 **	-0.55%	-0.42	2.51%	2.16 **	2.59%	2.11 **	0.04%	0.03	4.63%	1.39
11	E	廃棄量	○	1.24%	0.33	-1.84%	-0.81	0.00%	0.00	0.36%	0.27	0.37%	0.25	1.08%	0.72	2.92%	0.91
12	E	エネルギー消費量	○	5.98%	1.78 *	-4.84%	-2.33 **	-0.69%	-0.45	2.84%	2.14 **	2.19%	1.72 *	0.45%	0.30	5.29%	1.66

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄をクロスセクションに変数の昇順に並び替えて、銘柄数ベースで 5 分位のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、Q5 のロング と Q1 のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド, Q5-Q1) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、5 分位それぞれの翌月のリターン及び、スプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。**, *はそれぞれ両側有意水準、5%, 10%を示す。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

表 5.3 ESG 活動の実施・未実施（質的情報）に関する分析結果

No	分類	変数	リターンズプレッド (実施-未実) 平均		Fama-French 3 ファクターアルファ		スプレッド (実施-未実)			
			値	t値	未実施	実施	値	t値		
14	S	全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組み	-0.05%	-0.04	-0.41%	-0.62	0.16%	0.43	0.57%	0.55

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄について実施と未実施のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、実施のロング と未実施のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド, 実施-未実施) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、翌月のスプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

表 5.4 ESG 開示（開示・非開示）に関する分析結果

No	分類	変数	リターンズプレッド (開示-未開示) 平均値		Fama-French 3 ファクターアルファ		スプレッド (開示-未開示)			
			値	t値	未開示	開示	値	t値		
11	E	二酸化炭素直接排出量	-0.98%	-0.36	0.01%	0.17	-0.68%	-0.29	-0.70%	-0.28

(注) 各月において各変数を基準に、分析対象銘柄について開示と未開示のそれぞれ等金額ポートフォリオを構築する。そして、開示のロング と未開示のショートにより実現するポートフォリオをゼロコストポートフォリオと定義する。リターンズプレッドの値は翌月のゼロコストポートフォリオ(スプレッド, 実施-未実施) リターンの時系列平均値である。またファクターアルファの値は、翌月のスプレッドを被説明変数、FF 3 ファクターを説明変数とする時系列回帰分析の切片項である。いずれも値は 12 倍して年率換算。

(出所) Bloomberg と NEEDS-Cges をもとに筆者作成

6 実証結果の整理とより深い解釈

本節では環境 (E) と社会 (S)、ガバナンス (G) ごとに分類して、ESG 活動情報と開示情報に関するリターンとの有意な関係がある指標に関して整理して、先行研究との関係なども考察する。

実際に環境と社会、ガバナンスのカテゴリーでリターンとの関係が確認される指標は表 6.1 に示される。開示情報に関してリターンとの関係が有意となったものは、二酸化炭素の直接排出量である。ただ、退職者数の従業員数に対する比率もある程度のリターンとの関係

ESG 情報と株式リターンとの実証分析
—公開情報ベースに同一ルールで株式リターンとの関係を比較—

が確認される。

それ以外は活動情報に関するものである。そのなかではデータの水準自体がリターンとの関係が有意となっている。企業が行う努力の観点では変化も重要な指標となるが本分析では変化はリターンとの関係が余り大きく見られない。

次節以降は、表 6.1 に示した項目毎に近年の議論や先行研究との整合性についてとりあげる。

表 6.1 リターンとの相関が見られる ESG 情報

環境	【二酸化炭素排出量と直接排出量の開示について】 【廃棄物量】 【エネルギー消費量】 【水使用量】
社会	【女性の活躍】 【全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組み】 【退職者数の従業員数に対する比率】 【国連グローバルコンパクト署名】
ガバナンス	【株主還元関連】 【経営者と役員の自社株保有】 【業績連動型報酬制度とストックオプション】 【取締役平均年齢】

(出所) 筆者作成

6.1 環境 (E) に関して

本節では環境 (E) に関して整理する。

【二酸化炭素排出量と直接排出量の開示について】

地球温暖化の原因の多くは、人間が活動することにより排出される温室効果ガスの増加とされる。その温室効果ガスの 4 分の 3 を二酸化炭素が占める。地球温暖化対策の国際的な取り組みとして、2015 年にパリで開催されていた COP21 (国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議) で 2020 年以降の温暖化対策の国際枠組みであるパリ協定が採択された。これを受け、日本の削減目標は 2030 年度に 2005 年度比で 25.4%の削減とする。また、2019 年 6 月に「パリ協定に基づく成長戦略としての長期戦略」も閣議決定された。政府が温室効果ガスの削減の中での我が国の成長の方向を示している。政策面での取り組みが進むなか、企業にも温室効果ガスの削減に向けた努力が求められている。企業側には温室効果ガスの開示もあるが、開示銘柄数は二酸化炭素排出量の方が多い。このため温室効果ガスの開示企業は同指標の評価にある程度自信がある企業に絞られるのかもしれない。むしろ幅広く銘柄を評価できることが同指標のなかでのポジティブとネガティブの差が大きくでているのかもしれない (表 4.3 の No.1)。

また開示情報に関して、二酸化炭素直接排出量が開示されている企業のリターンはプラスとなっている（表 4.8 の No.11）。近年注目の指標において、より詳細を開示する姿勢は環境問題への取り組みを強めていることを示しており、こうした点が市場で評価されているものと考えられる。

【廃棄物量】

ゴミを燃やすことで温室効果ガスが発生することや、リサイクル製品が作られなかった場合に同等の製品を作るために必要な燃料を燃やすことで温室効果ガスが発生するため、ゴミの削減は地球温暖化対策として重要である。こうしたなか世界的に注目されている流れがサーキュラー・エコノミー（循環型経済）である。回収・リサイクル、省資源製品の開発で新たな天然資源の使用と廃棄物を減らす社会の仕組みを作ろうというものである。サーキュラー・エコノミーの実現でゼロエミッション（ゴミなど廃棄物をいっさい出さない）を目指すことが、政府や企業、そして個人レベルでも期待されている。積極的にゴミを減らした企業を割り出すゴミ削減の努力は日本全体での数値目標がないことから、むしろ企業側の自主的な姿勢が大きく反映するテーマと考えられる。こうしたなか廃棄量を削減する企業のパフォーマンスがポジティブになっている（表 4.3 の No.11）。

【エネルギー消費量】

地球温暖化を抑えるには温室効果ガスの排出を削減する必要がある。企業が排出する二酸化炭素を減らすには、そもそも使用する燃料を減らすことがより本質的である。そして使用燃料を減らすことはコスト削減になり企業の利益拡大にもつながる。

また中東戦争による石油危機への対応から省エネルギー化を推進するため、1979年に制定された省エネ法（エネルギーの使用の合理化に関する法律）の観点からも企業はエネルギー消費量を減らす必要がある。時代に合わせて何度も改正を重ねた同法律であるが工場等、輸送、建築物や機械などについてのエネルギー使用の合理化を目的とする。基本的にはエネルギーの使用状況を経済産業省に届け出や報告するというものであるが、このなかで過去5年度間でエネルギー使用に関する状況が年平均1%以上改善できなかった場合はその理由を記載しなければいけないなど、少なからず企業の省エネへの努力のプレッシャーが含まれており報告を怠ると罰金などが科される。

エネルギー消費を減らすことは（1）環境問題への対応というだけでなく、政府の意向が強く表れる資源を大切に使うという観点から（2）モノを大切に使う企業の特性も表れることになり、（3）コスト削減による利益拡大の3つの観点から、将来の正のリターンにつながると見られる（表 4.3 の No.12）。

【水使用量】

水不足は食料不足と並んで、将来に向けた世界的な大きな懸念の1つである。仮想水とい

う考え方がある。その国が輸入している農畜産物や工業製品を、国内で生産するとした場合に必要な水のことである。日本は食料の多くを輸入しているため仮想水の輸入が多い。世界的な水不足により農産物が十分に供給できなくなれば、日本の農産物の輸入ができなくなり食糧不足となる。我々も水資源を大切にすることが必要である。こうしたなか水使用の削減を目標にする企業がある。排水浄化、雨水利用などで効率的に水を利用する試みである。こうした企業は環境への配慮が高い企業として評価できる。実際に水使用量を抑えている企業のパフォーマンスが良好となっている（表 4.3 の No.12）。

6.2 社会（S）に関して

本節では社会（S）に関して整理する。

【女性の活躍】

2019 年 6 月に女性活躍推進法が改正された。同法律は、企業は女性の活躍状況を外部に公表しその改善を計画に従って進めなければならないというものである。6 月改正では、公表データを増やして従業員が少ない企業にまで法律の対象範囲を広げた。

近年、政府は「男女共同参画社会の実現は、安倍内閣の掲げる一億総活躍社会の中核」と発言する。そして女性が仕事で活躍できる「平等」の環境を整備するというものである。

また、少子高齢化による労働力人口の減少が進む中で、その対応として女性の活躍が必要という政策面からの事情がある。こうしたなか女性の仕事での活躍と言えば従業員比率が代表的なものとされる。本稿での分析結果から 3 年前との変化を見ると特に、5 分位ポートフォリオで最も値が低い Q1 が FF3 モデルのアルファに関して 10%水準で負方向に有意となっている（表 5.4 の No.2）。つまり女性従業員比率が他の企業と比べて低下する企業の株式リターンはネガティブとなることが示される。Becker（1971）の主張は「多数の企業が女性労働者を差別して採用に消極的であるなら、労働市場における女性労働需要が抑えられ、賃金等の処遇相場が彼女たちの能力や貢献よりも低くなる。その結果、進歩的な企業は女性を多く雇うことで、この能力と市場賃金率のギャップを利益とすることができる」としている。児玉・小滝・高橋（2005）が我が国でもこうした傾向が見られるとされているが、本稿の分析結果は整合的となる。

2003 年の男女共同参画研究会の報告では「女性が活躍できる企業は固定観念にとらわれない社風、仕事の実績を正当に評価できるような人事の仕組みがあるから、それが結局は企業の成長につながる」としている。女性が活躍できる企業は、公平で妥当な評価ができるような企業風土があることの表れであり、成果主義の会社であると見られる。

ところで、男女共同参画社会の定義を振り返ると「共に責任を担う」ということも重要な定義となる。つまり、責任あるポジションでの女性の活躍ということが重要である。ここでは女性中間管理職比率が注目されるが、単純に同比率高くても、女性従業員比率の高いにも関わらず女性中間管理職比率が高くないケースでは、会社側は女性が活躍できるとはいっ

でも、スタッフとしてしか考えず、活躍して成果を上げて管理職などの責任ある立場につけないのかもしれない。実際に女性中間管理職比率－女性従業員比率の3年前との変化に関しては、シンプルにQ5－Q1のリターンスプレッドの平均値のt値が5%水準で有意であったことは注目できる（表4.6のNo.13）。

そして女性従業員比率に関しては企業側が開示していない企業のリターンが有意に負となっている。企業が女性の活躍に興味を低ければ開示もしない。すなわち企業側が女性の活躍に興味を低い企業のパフォーマンスがネガティブなことは注目できる（表4.8のNo.27）。

【全従業員のキャリアアップ、教育訓練等取組み】

企業が成長して利益を得るには、例えば製造業なら高い技術を持って良い製品を作ることなどであるが、技術を蓄えたり、優れた製品を生み出すのは、従業員が行うことで、そのために良質な人材や、その能力を引き出す組織作りが重要である。このため企業側も積極的に従業員が成長する機会をつくる努力が必要となる。こうした機会が社員研修となる。一般に企業は新入社員に対して会社をよく知ってもらうことや、社会人としてのマナーを身につけてもらう必要があるための研修がある。しかし、会社側が研修の取組みを公表すると、こうしたマナー研修ではなく、会社がどのように人を育てていくか、それに向けてどのような研修をしているかといった、人を育てる方針を明確にする必要がある。すなわちマナー研修だけというのでは公表もはばかれるだろう。そして従業員を育てようという姿勢は人を大切にしていることの表れの1つと考えられる。実際に全従業員のキャリアアップを実施（公開）している企業のリターンはプラスとなっている（表4.7のNo.14）。こうした企業の姿勢に対する評価が、結果的に株価にも反映されていると考えられる。

【退職者数の従業員数に対する比率】

近年、ブラック企業を根絶しようという流れが世の中に広まっている。厚生労働省が示すブラック企業¹⁰とは（1）労働者に対し極端な長時間労働やノルマを課す、（2）賃金不払残業やパワーハラスメントが横行するなど企業全体のコンプライアンス意識が低い、（3）このような状況下で労働者に対し過度の選別を行うである。そしてブラックの度合いが高ければ辞める従業員が多くなると言われる。つまり企業のブラック度を計る際に参考になる指標が離職率である。離職率に関しては公表を義務化されているものでもないが、あえて公表している企業は離職率が低いことを会社のアピール材料と考えていることも考えられる。あるいは将来に向けて従業員を大切に扱う姿勢を表している。会社側が従業員の離職状況に関して興味をなければ、公表しようとは思わないからである。本稿の分析では退職者数の従業員数に対する比率に関しては公表していない企業のリターンが有意に負となっている（表5.8のNo.26）。ただ公表している企業もある程度のプラスのt値であることは注目される。

【国連グローバルコンパクト署名】

近年、社会の持続的な成長への必要性が高まるなか国連グローバルコンパクトへの注目が集まっている。企業は中長期的な成長を追求しながら、短期的な利益も確保しなければならないという難しい立場にある。単純な例としてコスト削減など短期的な利益拡大を目指す場合に、企業の努力の方向は見えやすいケースも少なくない。しかし中長期的に社会全体の健全性を高める努力をしながら、持続的に成長するための努力とは、何を目標とし、何を具体的に実践すべきかを考えると難しい問題となる。こうしたなかで企業や社会が持続的に成長をするための行動を示す国際的な組織が国連グローバルコンパクトである。その実現に向けて努力を継続することを表明する企業が加盟する。

国連グローバルコンパクトは、当時のコフィー・アナン国連事務総長が提唱した、持続可能な成長を実現するための枠組み作りに参加する、自発的なイニシアティブである。人権、労働、環境、腐敗防止の4分野が活動のテーマとなる。この組織に加盟すると4分野の実現への具体的な目標、そして実践の経過を明確に示す必要となる。実際に国連グローバルコンパクト署名（実施）企業は未実施企業と比べたリターンのスプレッドがFF3モデルのアルファに関してある程度の水準となっている（表4.7のNo.20）。統計的に有意ではないものの注目される指標である。

6.3 ガバナンス（G）に関して

本節ではガバナンス（G）に関して整理する。

【株主還元関連】

近年、企業の株主還元姿勢が注目されるなかで、配当や自社株買いが注目されている。配当は株主に対して直接、キャッシュを配分するため直接的な還元という観点もあるが、基本的には企業は株主に帰属する最終利益に関して、株主資本コストを上回る収益が期待される部分を内部留保とする翌年度の投下資本に加えることが妥当となる。しかし経営者は自社の経営に対して自信過剰（hubris）になりやすく、過剰に資金調達をする傾向があるというRichardson and Sloan（2003）のInvestment Hubris 仮説がある。このため配当や自社株買いなどによる株主還元姿勢が強い企業の方が株式パフォーマンスは良好とみられる。実際に株主還元比率、株主還元比率の3年平均は将来のリターンと有意に正の関係がみられる（表4.1のNo.19, No.20）。

【経営者の自社株保有】

経営者が自社株を保有していれば、株価を引き上げる経営を実現することが経営者自身にとっても利益になるので、株主である機関投資家等は、経営者の自社株保有を促そうとしているのだが、実際にそのような効果があるか、については、すでに実証的な調査研究が数多く行われている。Morck, Shleifer and Vishny（1988）では経営者の株式保有がある程度の

割合で増えると市場評価は上がると指摘している¹¹。比較的規模の大きな企業を対象として行われてきた。これによれば、経営者が自社株を一定の水準まで多く持てば持つほど企業価値は高く評価されるというものである。実際に本稿の結果でも社長持株比率、役員持株比率が高いと将来の株式リターンは正に有意に高い（表 4.1 の No.13, No.14）。

【業績連動型報酬制度とストックオプション】

近年、我が国でも業績連動型報酬制度、ストックオプションと企業パフォーマンス、企業価値との実証分析が見られる。蟻川・黒木（2003）では役員賞与を経営者報酬の代理変数に用いたて企業のパフォーマンスと有意に正の相関を確認している。本稿でも業績連動型報酬制度は実施企業と未実施企業のリターンズプレッドは FF3 モデルのアルファに関して 10%有意水準となっており同研究とも整合的である（表 4.7 の No.25）。

またストックオプションに関する我が国の先行研究では業績パフォーマンスとの関係にある程度の肯定的な結果を示すものの限定的とするものが見られる。代表的なものとして花崎・松下（2010）は（1）ストックオプションの導入によって企業の収益性が向上する効果は限定的であること、（2）ストックオプション導入と経営者による自社株保有とを比較すると、経営者による自社株所有はストックオプションに比較して、企業の収益性向上に総じて有効であること、（3）そしてストックオプションが企業のリスク・テイキングを助長する効果は必ずしも観察されないことを示している。本稿の分析でもストックオプション実施企業のリターンに関しては統計的に有意な関係にはならない。ただ t 値はある程度水準であったことから、花崎・松下（2010）に示す限定的との結果と整合的である（表 4.7 の No.30）。これは業績連動報酬と異なり、ストックオプションは業績の下方に対しては硬直的であることから、経営者が企業のリスクテイクをしないことで業績面でのリターンが得られ難いということが背後にあると見られる。

【取締役平均年齢】

我が国でも経営者の年齢と企業価値に関しては先行研究がある。清水（2007）は経営者や取締役の年齢と ROA やトービンの Q とは負の相関があることを示している。そして経営者の加齢は、意欲や能力の減退、新たな状況への対処能力などが低下するというデメリットを指摘する。特に、経済のグローバル化や技術ライフサイクルの短期化によって、蓄積された知識や経験の価値が相対的に低下する一方、新たな知識の獲得、新たな状況への迅速な対処といったことがより求められるようになったため、経営者の年齢が低いほど企業価値や企業業績が良いのではないかと考察している。また清水（2014）では経営者の年齢を若返らせることは、企業価値を高める上でストックオプションなどに比べて株主の直接の費用負担がないため安価な方法と示唆している。本稿の分析でも取締役平均年齢は将来のリターンと有意にプラスの関係となっている（表 4.1 の No.7）。

7 おわりに

本稿は企業が公表する様々な ESG の定量情報に関して株式リターンとの関係を実証的に分析した。

本稿における過去 5 年間の分析結果から幾つかの ESG 活動情報がリターンと有意な関係が見られた。これらの情報のなかには二酸化炭素の排出量など運用実務などで注目の売上高でデフレートする以外にも、EBITDA や総資産、従業員数でデフレートするケースでも有効であり、ESG 情報としては頑健であった。

その一方、今回の分析期間より前の検証ではリターンに有意な関係が見られなかった。これは近年、ESG 情報への注目が集まり情報の公開が進んだことや、ESG 情報をベースに株式需給面で改善していることが背後にあるのかもしれない。

ESG 活動情報に関して、本稿では過去 3 年前との変化も用いたが、今回の分析ではリターンとの有意な関係が見られなかった。分析期間が 60 ヶ月と少ないことなどもあり、今後更に分析を深める必要があるだろう。

また、ESG 情報は企業規模や業種などの属性とも関係が深い。業種別に更に深堀していくことは今後の課題としたい。

本稿を作成するにあたり、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科 森田充教授、ニッセイアセット投資工学開発室の片山幸成氏より有益なコメントを頂いた。ここに記し、感謝申し上げる。本稿の内容は筆者らが所属する組織を代表するものではなく、全て個人的な見解である。また、当然のことながら、本稿における誤りは全て筆者の責に帰するものである。

(参考文献)

- 蟻川靖浩・黒木文明 (2003) 「経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響」
Waseda University Institute of Finance Working Paper series
- 伊藤桂一 (2018) 「ESG 評価と株価」加藤康之編著『ESG 投資の研究—理論と実践の最前線—』一灯舎
- 伊藤正晴 (2016) 「ESG ファクターと株式リターンとの関係」『証券アナリストジャーナル』
54 (7) , 39-48
- 太田浩司・斉藤哲朗・吉野貴晶・川井文哉 (2012) 「CAPM,Fama-French3 ファクターモデル,Carhart4 ファクターモデルによる資本コストの推定方法について」『関西大学商学論集』57 (2) , 1-24
- 久保田敬一・竹原均 (2007) (2012) Fma-French ファクターモデルの有効性の再検証」,
『現代ファイナンス』22, 3-23.
- 経済産業省 男女共同参画研究会 (2003) 男女共同参画研究会報告「女性の活躍と企業業績」
報告

- 児玉直美・小滝一彦・高橋陽子（2005）「女性雇用と企業業績」日本経済研究 52, 1-18
- 清水一（2007）「経営者の年齢と企業評価」証券アナリストジャーナル 45（11）, 131-142,
- 清水一（2014）「経営者の年齢とグローバル化が企業価値に与える影響について」大阪経大論集 64（6）
- 首藤恵・竹原均（2007）「企業の社会的責任とコーポレートガバナンス」Waseda University Institute of Finance Working Paper series
- 竹原均（2019）「マルチファクターモデルの実証的比較—自己資本コスト推定への応用上の諸問題」『証券アナリストジャーナル』57（3）, 8-16
- 田中彰夫・倉田洋（2011）「コーポレート・ガバナンスと企業財務」『Sanno University Bulletin』31（2）, 1-15.
- 内閣府 男女共同参画局（2012）女性の活躍状況の資本市場における「見える化」に関する検討会 報告.
- 花崎正晴・松下佳菜子（2010）「ストック・オプションと企業パフォーマンス」経済経営研究 30（4）
- 湯山智教（2019）「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」東京大学公共政策大学院ワーキングペーパーシリーズ
- 湯山智教・白須洋子・森平爽一郎（2019）「ESG 開示スコアとパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』57（10） 72-83
- Becker, G.S.（1971）, *The Economics of Discrimination. 2nd ed.*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Fama, E.F.（1998）, “Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance” *Journal of Financial Economics*, 49（3）, 283-306.
- Fama, E. F., and K. R. French（1993）, “Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds” *Journal of Financial Economics*, 33（1）, 3-56.
- Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny（1988）, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis” *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Richardson, S. A. and R. G. Sloan（2003）, “External Financing, Capital Investment and Future Stock Returns” *Working Paper*.

（注）

- 1 GPIF「GPIFのESG投資への取り組み」
(<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#c>)
- 2 例えば、東証及び日本経済新聞社が共同算出するJPX日経インデックス400では「独立した社外取締役の選任」が銘柄選定に用いられている。
- 3 GPIF「国連責任投資原則への署名について」
(<https://www.gpif.go.jp/investment/pdf/signatory-UN-PRI.pdf>)
- 4 ESG情報には売上げでデフレートするなどの基準化や、変化の程度を見るものなどに変換が必要なケースがある。

-
- 5 竹原 (2019) では過去 12 カ月リターンに基づくファクターの代わりに過去 3 年実現リターンを用いて、Carhart モデルのファクターを計算した結果、モデル説明力からすれば、FF3 モデルでも十分としている。このため本稿でリスクコントロールのための分析モデルは FF3 モデルのみとする。
- 6 例えば、2014 年に企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部が改正され有価証券報告書で、役員の数別人数を開示することが義務づけられた。
- 7 具体的には売上高などでデフレートが必要な情報は、そうしたデフレート後の処理を施して、最終的にリターンとの関係を分析するための分位ポートフォリオの分析をする段階で値に-1 を乗じている。
- 8 例えば、2014 年に企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部が改正され有価証券報告書で、役員の数別人数を開示することが義務づけられた。
- 9 実績営業利益+実績減価償却費とする。
- 10 厚生労働省 (<https://www.check-roudou.mhlw.go.jp/qa/roudousya/zenpan/q4.html>)
- 11 保有量がある程度の水準になると、企業の市場での評価は頭打ちになり、それ以上株式保有が増えると逆に企業の市場での評価が低下するとも主張している。これは経営者の株式保有量が相当な量にあると、経営者が他の株主の圧力に抵抗することができるようになり、その結果企業価値を高めるよりも私的な利益を追求するようになるからではないか (エントレンチメント効果) と説明している。しかし更に経営者の保有が増えると再び円トレンチメント効果も低下して、経営者の株式保有比率と市場評価額が正の相関関係となることを示している。

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

A Study of Revisions to the UK Stewardship Code 2020
Background of Revisions and Major Revised Contents

林 順一
Junichi Hayashi

(論文要旨)

英国のスチュワードシップ・コードが、2019年10月に大幅に改訂された。約7年振りの改訂である。今回の改訂は、キングマン報告書によるFRCやスチュワードシップ・コードに対する厳しい批判に対応したものであり、また投資市場における最近の大きな変化を反映したものである。

本稿では、今回の改訂に至る経緯を概観したのち、今回の改訂内容について、特にスチュワードシップ・コードの構成、キングマン報告書への対応、スチュワードシップの定義・目的、機関投資家の規律づけの4項目について検討した。機関投資家が今後、改訂コードに基づいてどのように対応するのが重要であり、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 Stewardship Code was revised in October 2019 for the first time in 7 years. This revision responded to the Kingman Review, which severely criticised the Financial Reporting Council (FRC) and the stewardship code, and significant changes in the investment market.

This paper analysed the background of the revision. Subsequently, it analysed the major revised contents, including the structure of the code, its implementation against the Kingman Review recommendations, the definition and purpose of stewardship, and the discipline exercised by institutional investors.

However, the actual application of the code by institutional investors, that is, how to apply the principles and reporting expectations of the code to actual business, is more important than the contents of the code. This aspect would form the focus of future research on this subject.

1 はじめに

2019年10月に、英国スチュワードシップ・コード（以下「SSコード」という）の改訂版（以下「2020年コード」という）が公表され、2020年1月から適用されることになった。2020年コードは、2012年に改訂されたSSコード（以下「2012年コード」という）を再改訂したもので、2019年1月に公表されたSSコード改訂案（以下「2019年改訂案」という）に対する市中からの意見などを踏まえて、策定されたものである。2020年コードは、2012年コードから、そして2019年改訂案からも大幅な改訂となっている。

英国では2018年7月にコーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）が大幅に改訂されており¹、今回のSSコードの改訂と合わせ、英国のコーポレートガバナンス・フレームワークが大幅に見直されている（FRC, 2019f）。

今回のSSコードの改訂は、キングマン報告書（Kingman Review）（Kingman, 2018）によるFRC（Financial Reporting Council）²やSSコードに対する厳しい批判に対応したものであり（FRC, 2019f）、また投資市場（investment market）における最近の大きな変化を反映したものである（FRC, 2019d, p4）。

以下では、今回の改訂に至る経緯を概観したのち、今回の改訂内容について、特にSSコードの構成、キングマン報告書への対応、SSの定義・目的、機関投資家（アセットオーナー、アセットマネージャー）の規律づけの4項目について検討することとしたい。

2 スチュワードシップ・コード改訂に至る経緯

2.1 FRCによるスチュワードシップ・コードの制定と署名機関の評価

2010年に制定された最初のSSコードは、英国の銀行危機への反省から2009年に作成されたウォーカー報告書（Walker Review）（Walker, 2009）の勧告に基づいて、業界団体である英国機関株主委員会（以下「ISC」という）が作成した機関投資家の責任コード（ISC, 2009）を、FRCがほぼそのまま取り入れたものである。そしてその後2012年に、SSの目的と定義の明確化などの一部改訂が行われた（林, 2015a, pp.47-48）。

英国では、CGの嚆矢と言われるキャドバリー報告書（Cadbury Report）（Cadbury, 1992）において、すでにCGの一環として、機関投資家による企業の規律づけが求められていたが、SSコードの制定によって、機関投資家の責任が拡張され明確化されたと言える。

FRCはコード制定当初、署名機関の数の拡大に注力していたが、2014年ごろから、SSコード署名機関の対応の質を高めるため、具体的な検討を進め（FRC, 2015a, p4）、2015年12月に、SSコード署名機関の評価（Tiering：階層化）を行い開示する予定であることを公表した（FRC, 2015b）。

そして、FRCは2016年11月に、SSコード署名機関の評価の結果を公表した（FRC,

2016). FRC はアセットマネージャー (資産運用者としての機関投資家) に対しては 3 段階評価 (評価の高いほうから, Tier1, Tier2, Tier3) とし, アセットオーナー (資産保有者としての機関投資家) とサービスプロバイダー (機関投資家向けサービス提供者) に対しては 2 段階評価 (評価の高いほうから, Tier1, Tier2) としたうえで, 全般的な説明として,

(1) SS コード署名機関の数は約 300 であり, そのうち 120 以上の機関が Tier1 に位置づけられた (評価された) こと, (2) 評価の過程で 200 を超える機関と報告書の改善について議論を行った結果, Tier1 の機関が当初の約 40 から大幅に増加したこと, (3) 6 ヶ月後までに Tier2 に達しない機関 (Tier3 のアセットマネージャー) は, 署名機関のリストから抹消されること, そして (4) 評価は, SS 報告書の質 (報告内容) に基づいて判断されたことを指摘した。

その後, 2017 年 8 月に, FRC は, 当初 Tier3 に評価されたアセットマネージャーに対する対応結果を公表した (FRC, 2017). そこでは, 当初 Tier3 に評価された 40 社のうち, 約 20 社が Tier1 又は Tier2 に評価替えされ, 残余の約 20 社が署名リストから抹消された (これらのアセットマネージャーは自主的に抹消を選択したと記載されている). 事例として, Tier3 から Tier1 に評価替えされた Brewin Dolphin 社と Miton 社の開示資料を分析すると, 説明内容が顧客本位の方向に大きく向上していることに加え, 議決権行使の結果を開示するなどの具体的なアクションの改善がみられる。

2.2 キングマン報告書

2018 年 1 月に, ロンドン証券取引所上場の大手建設会社であるカリリオン社 (Carillion plc) が裁判所に破産を申請して受理された. 巨額の工事損失引当金の計上などが破綻に至った主な要因である. 直前の 2016 年 12 月期の決算では, 巨額の配当金や役員報酬を支給していた. 4 大監査法人の 1 つである KPMG が, 年次報告書に無限定適正の意見書を添付しており, また残余の 4 大監査法人であるデロイトや EY, PwC も内部監査や経営コンサルとして同社に関わっていた。

同社の経営破綻の影響が多方面に亘ったことから, 英国議会下院でも破綻に至る経緯などについて追及がなされ, 不正会計を見抜けなかった監査法人と, 監査法人を監督する FRC に対して, 厳しい指摘がなされた。

2018 年 4 月に, ビジネス・エネルギー・産業政策省 (Department for Business, Energy and Industrial Strategy) の所管大臣が, キングマン卿 (Sir John Kingman) に対して, FRC についての独立調査報告書の作成を依頼した. キングマン卿は英国財務省の官僚として, 金融危機後の金融機関の処理などに貢献した人物であり, 現在は FTSE100 企業 (ロンドン証券取引所上場, 時価総額上位 100 社) の 1 つである Legal & General 社の取締役会議長の職にある。

2018 年 12 月にキングマン報告書が公表された (Kingman, 2018). そこでは, FRC の現

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察

一改訂に至る経緯と主な改訂内容一

状に対して厳しい指摘がなされた。まず FRC の問題点として、(1) 規制当局というよりは業界団体としての色彩が強いこと、(2) 監査法人を規律する力が弱いこと、(3) 財源を規制対象先からの自発的な賦課に頼っており、インセンティブに問題があること、などが指摘された (pp. 5-8)。

そして、巨大な監査法人に対して、自主規制をベースとして規律づけを行う、現在の自主規制モデルは終わりにすべきであり、FRC は速やかに、法律上の権限と目的を有する新しい独立した規定当局に置き換わるべきであること、その新しい規制当局は「監査・報告・ガバナンス庁」(Audit, Reporting and Governance Authority) と名付けられることが適当であることなどが勧告された (pp.9-11) (全体では 83 の勧告がなされている)。要は、市場自治を尊重した FRC の規律づけから、規制当局による規律強化への転換を勧告したものである。

SS コードについても批判がなされている。まず署名機関の評価 (Tiering Approach) について、(1) 2016 年以降、FRC は署名機関の評価を進めてきたこと (para 2.82)、(2) 当初の評価では最も評価の高い Tier1 が 40 社であったのに対して、現在では 278 社のうち 200 社が Tier1 に分類される状況に至っていること (para 2.83) を指摘した上で、現状の署名機関の評価は、主に SS の方針の記載内容のチェックに焦点を当てており、実際の効果や成果のチェックにはなっていない (para 2.86) と批判する。

そして、SS コードに関して 2 つの勧告がなされた。その概要は以下の通りである。勧告 42 は SS コードの内容に対する勧告であり、勧告 43 は FRC の体制に対する勧告と言える。本稿の趣旨に特に関係するのは勧告 42 となる。

勧告 42

スチュワードシップ・コードの改訂に際して、スチュワードシップの優劣がより明確になるような根本的改訂が必要である。それは、方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべきである。政府はコード遵守を評価しそれを増進させるために更なる圧力が必要であるか否かを検討すべきである。そしてコードが単なる定型的な報告を導くものにとどまるのであれば、これを廃止することについて真剣に検討すべきである。

勧告 43

FRC は、英国投資家 (ファンドマネジャーや最終投資家の代理人を含む) の上級管理者との間で、より広く深い対話 (dialogue) を行う必要がある。

2.3 2019 年 1 月以降の動き

2019 年 1 月に、FRC から SS コードの改訂案 (2019 年改訂案) が公表された (FRC,

2019a, 2019b). この改訂案は, キングマン報告書の勧告, CG コードの改訂, ESG 投資 (環境, 社会, ガバナンスの各要素を考慮した投資) の拡大などを踏まえ, アセットマネージャーなど 170 の機関からの意見聴取を経て作成されたもので (FRC, 2019c), 2012 年コードとは全く別物とも言えるほどの大規模な改訂を提案するものであった³. そして, 市中に向けて 2019 年改訂案に対する意見募集が行われた. またこれと同時に, FCA (Financial Conduct Authority)⁴と FRC から, 効果的な SS に関する規制枠組みについてのディスカッション・ペーパーが公表され (FCA and FRC, 2019), 市中に向けて意見募集が行われた.

2019 年改訂案に対して, 2019 年 3 月までの意見募集期間内に 110 の意見書が寄せられ, これに加えて, FRC による約 240 のステークホルダーとの面談が行われ (FRC, 2019e, para 1.2), これらを踏まえて, 2019 年 10 月に 2020 年コードが策定・公表された. またこれと同時に, FCA からディスカッション・ペーパーに対するフィードバック・ステートメントの内容が公表された (FCA, 2019). この FCA での議論も, 2020 年コードに反映されている.

3 改訂後のスチュワードシップ・コード (2020 年コード) の内容

2019 年改訂案, FCA のフィードバック・ステートメントなどに関連づけながら, 2020 年コードの概要とその主な改訂内容 (SS コードの構成, キングマン報告書への対応, SS の定義・目的, 機関投資家の規律づけ) について以下検討する.

3.1 2020 年コードの概要

2020 年コードは, 2012 年コードと比較して多くの箇所で改訂がなされている. FRC は主な変更点として, (1) SS コード適用対象先の拡大, (2) SS 活動の内容とその成果の報告強化, (3) ESG 要素の考慮, (4) 対象資産の拡大, (5) 組織目的などの説明, の 5 点を挙げている (FRC, 2019f). 具体的な内容は下記の通りである.

2020 年コードの主な変更点

- (1) SS コード適用対象先として, アセットマネージャーと同様, 年金基金や保険会社といったアセットオーナーやサービスプロバイダーに焦点が当てられる (注: 従前のコードは主としてアセットマネージャーを対象としていた). これは, 投資コミュニティ全体が, 最終投資家や受益者の利益のために, 同じ方向を向くことを容易にする.
- (2) SS の活動内容とその成果を年次で報告することが求められる. 署名機関の報告書には, 投資先企業とのエンゲージメント, 議決権行使の内容, 投資価値をどのように保護し増大させたのかといった, 前年度の活動実績が記載される. 透明性が向上することによって, 顧客は自らの利益がどのように保護されたのかを確認することがで

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察

一改訂に至る経緯と主な改訂内容一

きる。

- (3) 署名機関には、気候変動を含めた ESG 要素を考慮することが求められる。また彼らの投資決定が顧客のニーズと整合的であることを確実にすることが求められる。
- (4) 署名機関には、上場株式だけでなく、債券、プライベートエクイティ、インフラへの投資や、英国外への投資など、複数のアセットクラスに対するスチュワードシップの実践について、説明することが求められる。
- (5) 署名機関には、彼らの組織目的、投資哲学、戦略、企業文化や、それらが彼らのスチュワードシップ活動にどのような影響を与えるかについての説明が求められる。また、それらと、適切なガバナンス、経営資源、スタッフへのインセンティブとの関連についての説明も求められる。

2020 年コードは、2019 年改訂案からも大きく変更されている。市中からの意見で、2019 年改訂案に支持が多かった項目、FRC に検討が求められた項目は以下の通りである (FRC, 2019e, p.1)。

○ 2019 年改訂案への支持が多かった項目

- (1) 活動内容とその成果の報告を重視すること
- (2) 署名機関の目的と企業文化がどのように SS 活動を支援するのかについての説明を含めること
- (3) 英国上場株式以外のアセットクラスに対象を拡大すること
- (4) インベストメントチェーンの異なる主体 (アセットマネージャー、アセットオーナー、サービスプロバイダー) 毎に、それぞれの主体に応じた期待をコードに設定すること
- (5) ESG 要素を含めること

○ FRC に検討が求められた項目

- (1) スチュワードシップ活動と達成された成果の報告について、より重要視すること
- (2) スチュワードシップの定義を見直すこと
- (3) コードの各則の数と指針の量を見直すこと (コードの構成の見直し)
- (4) スチュワードシップ関連の方針に関する報告の比重を低下させること

以下では、(1) SS コードの構成、(2) キングマン報告書への対応、(3) SS の定義・目的、(4) 機関投資家の規律づけの 4 項目に関する改訂内容について、具体的に検討する。

3.2 コードの構成

2012年コードは、前文に加え、7つの原則（Principles）とそれぞれに対応する指針（Guidance）から構成されていた。そして、原則の主語は機関投資家（Institutional investors）とされ、機関投資家の義務として記載されていた。これは、ISCの機関投資家の責任コードの構成を継承したものである。また原則には **Comply or Explain**（原則を適用するか、適用しない場合には適用しない理由と代替的に採用したアプローチを説明する手法）が適用されていた。

2019年改訂案は、前文に加え、2018年に改訂されたCGコードの構成と平仄を取ることを念頭に、セクション（Section）、原則（Principle）、各則（Provision）及び指針（Guidance）の4段階の構成とされていた。原則の主語は署名機関（Signatories）とされ、アセットオーナー・アセットマネージャー向けの原則等と、サービスプロバイダー向けの原則等が明確に独立して記載された。またアセットオーナーとアセットマネージャーについて、原則は同じであるが、各則の半分程度は明確に区分され、異なる役割期待が記載されていた。そして、原則は **Apply and Explain**（すべての署名機関は原則を適用し、原則にどのように対応したのかについて明確に説明することが求められる手法）、各則は **Comply or Explain**、指針は **Suggested Ways**（推奨される方法）の構成とされていた（FRC, 2019b, p.3）。

2020年コードは、2019年改訂案とも大きく異なる構成とされた。これは市中からの「原則や各則の数が多すぎる。コードは単純な構造の方がよい」（FRC, 2019e, para 2.11）といった意見を踏まえて変更されたものである。具体的には、セクション、原則、期待される報告内容（Reporting Expectations）の3段階の構成となった。

原則には、2019年改正案の考え方が継承されたものがある。まず、アセットオーナー・アセットマネージャー向けの原則等と、サービスプロバイダー向けの原則等の明確な区分が採用された。また、主語が署名機関とされたうえで、**Apply and Explain**が採用された。一方、各則がなくなったことから、SSコードから **Comply or Explain**の記載が消滅した。ただし、「期待される報告内容」の記載には、“should”（～すべきである）が用いられており、SSコード全体に **Apply and Explain**のアプローチが適用されるわけではない。

各原則の「期待される報告内容」には、活動内容とその成果をどのように開示・記載すべきかについて、具体的に示されている。

2020年コードの構成は以下の通りである。なお、アセットオーナー・アセットマネージャーのための原則については、別紙1に意識を示している。

- 英国スチュワードシップ・コード 2020 (The UK Stewardship Code 2020)
- はじめに (Introduction)
- 報告方法 (How to Report)
- アセットオーナー・アセットマネージャーのための原則 (Principles for Asset Owners)

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

and Asset Managers)

目的とガバナンス (Purpose and Governance)

原則 1～5 (Principle 1～5)

投資アプローチ (Investment Approach)

原則 6～8 (Principle 6～8)

エンゲージメント (Engagement)

原則 9～11 (Principle 9～11)

権利と責任の行使 (Exercising Rights and Responsibilities)

原則 12 (Principle 12)

サービスプロバイダーのための原則 (Principles for Service Providers)

原則 1～6 (Principle 1～6)

添付資料 (Annex)

英国における規制上の要件 (UK Regulatory Requirements)

(注 1) カッコ内に原文を示した。

(注 2) 原則毎に、期待される報告内容 (Reporting Expectations) がそれぞれ記載されている。

3.3 キングマン報告書への対応

キングマン報告書では、(1) FRC の規律づけが弱いこと、(2) 方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべきこと (勧告 42)、が指摘された。2020 年コードは、キングマン報告書の指摘などを踏まえて改訂されたものである (FRC, 2019f) ことから、以下では、キングマン報告書の指摘に対して、2020 年コードでは具体的にどのような対応を行ったのかについて検討する。

まず、署名機関に対する規律づけを強化する観点から、原則が **Comply or Explain** から **Apply and Explain** に変更された。すなわち、すべての署名機関は原則を適用し、原則にどのように対応したのかについて明確に説明することが求められるようになった。但し、前述の通り、「期待される報告内容」の記載には、“**should**” が用いられており、具体的な内容の説明には柔軟性が認められている。

方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべき点については、原則毎にそれぞれ「期待される報告内容」として、具体的な活動内容 (Activity) と成果 (Outcome) を記載することが求められた。また、原則 5 と原則 6 で、明確にその旨が規定された。以下では、原則の該当部分を 2012 年コードと比較する。

2012年コード		2020年コード	
1	機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすのかについての <u>方針を開示すべきである。</u>	5	署名機関は、自らの <u>方針をレビューし、自らのプロセスを保証し、そして自らの活動が効果的であるかを評価する。</u>
7	機関投資家は、スチュワードシップ活動及び議決権行使活動について、(委託者等に対して) <u>定期的に報告すべきである。</u>	6	署名機関は、顧客や受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に関する <u>活動やその成果を報告する。</u>

(注1) 左側の数字は、各コードの原則の番号。

(注2) 下線は筆者による。

3.4 スチュワードシップの定義・目的

SSの定義・目的は、2012年コード、2019年改訂案、2020年コード、それぞれで異なっている。2012年コードと2020年コードの主な違いは、SSの直接の目的が「企業の長期的成功を促進すること」にあるのか、「顧客・受益者の長期的な価値を創造すること」にあるのかの違いである。2019年改訂案と2020年コードの主な違いは、「顧客に対する財務的リターンを重視すること」と、「経済・環境・社会に対する影響を重視すること」との、優先順位づけの違いである。それぞれのSSの定義・目的は以下の通りである。

スチュワードシップの定義・目的	
2012年コード	スチュワードシップの目的は、根源的な資金提供者も繁栄できるような方法により、 <u>会社の長期的成功を促進すること</u> にある。実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、そして経済全体に恩恵を及ぼす。
2019年改訂案	スチュワードシップは、 <u>受益者、経済、そして社会に対する持続可能な価値を創造するために、機関投資家のコミュニティ全体を通じて、資本の責任ある配分と管理を行うこと</u> である。
2020年コード	スチュワードシップとは、(受託した)資本を、 <u>顧客や受益者の長期的な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督すること</u> であり、それは <u>経済、環境、そして社会に持続可能な恩恵をもたらすもの</u> である。

(注) 下線は筆者による。

3.4.1 顧客・受益者の長期的価値の創造

2020年コードでは、SSの直接の目的を、顧客・受益者の長期的価値の創造としている。これは2012年コードの直接の目的(会社の長期的成功の促進)とは異なる。ここではまず、SSの目的の推移を概観した上で、今回の変更の理由を検討する。

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察

一改訂に至る経緯と主な改訂内容一

もともと英国では、CGの一環として、機関投資家に対して、対話・エンゲージメントなどによる投資先企業の規律づけが期待されていた。これはキャドバリー報告書（1992年）、ハンペル報告書（1998年）、マイナース報告書（2001年）やウォーカー報告書（2009年）で一貫して求められていたことである。ウォーカー報告書では、機関投資家は株主の有限責任という株式会社制度のメリットを享受しているため、その代償としてスチュワードシップ義務（投資先企業の規律づけ）にコミットすべきであり、もしコミットしない場合にはその理由（投資戦略上の理由など）を明確に説明すべきであると指摘していた（林, 2005, pp.38-42）。

これらを反映して、ISCの機関投資家の責任コード（2009年）では、SSコードの直接の目的を機関投資家と企業との対話（dialogue）の質を向上させることであるとし（最終的な目的は株主の長期的リターン向上とガバナンス責任を効果的に果たすことなどである）、これを受けた2010年のSSコードでは、SSコードの直接の目的を機関投資家と企業との間のエンゲージメントの質を向上させること（最終的な目的はISCのコードと同様）としていた（これらのコードでは、SSの目的ではなく、SSコードの目的が記載されている）。

2012年に公表されたケイ報告書（Kay Review）（Kay, 2012）では、アセットマネージャーの最善慣行規範の1つとして、「投資先企業の長期的パフォーマンス向上のため、当該企業とスチュワードシップの関係を維持する」ことが明記された（北川・林, 2014, p.48）。この影響を受けて2012年にコードが改訂されたが（FRC, 2019a, p.4）、ここではSSの直接の目的が、会社の長期的成功を促進することであると明記された。

今回の改訂では、SSの対象資産が英国上場株式から、債券投資、プライベートエクイティ、インフラ投資、英国外への投資などに拡大していることから、これに対応して、SSの直接の目的から、英国上場株式などの一部の対象資産だけに対応する投資先企業の規律づけを外し、SSの定義・目的を、顧客や受益者の長期的な価値を創造することとしたと説明されている（FRC, 2019b, p.2）。今回のSSの定義・目的の改訂が、単に対象資産の拡大に伴う文言上のものにとどまるのか、それとも機関投資家の企業への関与に何らかの影響を及ぼすものなのかについては、今後の具体的なSS活動を注視する必要がある。

3.4.2 財務的リターンと経済・環境・社会に対する影響の優先づけ

2019年改訂案では、SSの定義・目的として、「受益者に対する責任（財務的リターンの最大化）」と「経済・社会に対する責任」を同列に記載している。これは、2018年7月に改訂されたCGコードにおける企業の目的と平仄を取ったものと考えられる⁵。両者を同列に記載したことについて、市中から多くの意見が寄せられた。

FRCは、市中からの意見を概略以下のようにまとめている（FRC, 2019e, para 2.2）。

約半数の回答者が、スチュワードシップの主たる目的は、顧客に対する財務的リターンであると回答した。彼らは、そのことによって、経済や社会にポジティブな影響を与える

可能性があることを認識している。しかし、彼らは、経済や社会に対して持続可能な価値を創造することが、投資家のスチュワードシップの主たる目的ではないと考えている。

一方で、3分の1の回答者は、投資の意思決定に際して、経済や社会を考慮することが、彼らの受託者責任を充足するために必要であると考えている。環境を含めることを求める回答者もいた。

また FCA は、ディスカッション・ペーパーに対する市中からの意見について、概略以下のようにまとめている (FCA, 2019, paras 3.6-3.8)。

回答者 (ステークホルダー) の多くは、定義の中に、広範囲に亘る経済と社会に対する考慮を含めることに同意した。

しかしながら、アセットマネージャーの多くやアセットオーナーの一部からは、受益者の利益と広範囲に亘る経済や社会の利益を並列に扱うことに対して、懸念が表明された。彼らは、受託者責任の対象は顧客であると強調しており、経済や社会の利益と同等に扱うことは、受託者責任に相反すると考えている。彼らは、顧客が明示的に支持したのでない限り、経済・社会目的を優先することはできないと指摘している。

なお、従前の定義 (注: 2019 年改訂案の定義) を支持する者は、それらの目的の間には、特に長期的な視点を踏まえれば、何らの対立もないと考えている。

以上の市中からの意見を踏まえて、FRC は、2020 年コードでは、SS の直接の目的を「顧客・受益者の長期的な価値創造」とし、その結果として「経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらす」と表現した (FRC, 2019e, para 2.3)。この点について、FCA は概略以下のようにコメントしている。(FCA, 2019, pp.12-13)。

・我々は、スチュワードシップの目的に関して、受益者、経済、社会を同じウエイトとすることに対する潜在的な争いがあるとの指摘に留意する。

・我々は、効果的なスチュワードシップが、経済、環境、社会に対してより良い結果をもたらすことを認識することは重要であると考えます。しかしながら、それらの結果は間接的であり、顧客や受益者の持続可能な財務的リターンを追求することの結果であると認識している。

・ただし、公共政策と業界慣行はともに、企業の目的に関して幅広い見方の方向に向かっていることを指摘しておく。

ESG 投資にも同様の議論がある。ESG 投資はもともと、投資に際して、受託者責任（財務的リターン最大化）の範囲内で ESG 要素を考慮するという考え方であるが、最近では SDGs の影響などもあり、社会的価値を重視する方向に動いている（林, 2019c）。SS の定義・目的は、ESG 投資の定義・目的とも密接に関連するものであり、今後の動向を注視していきたい。

3.5 機関投資家の規律づけ

最後に、機関投資家（アセットマネージャー、アセットオーナー）に対する規律づけについて検討したい。まず、比較の意味で、会社に対する規律づけについて検討する。会社に対する規律づけは、図 1 に示されるように、第一義的には取締役会でなされ、それを機関投資家（特にアセットマネージャー）がチェックし、対話・エンゲージメントや議決権行使によって実効あるものとしている（林, 2015b）。

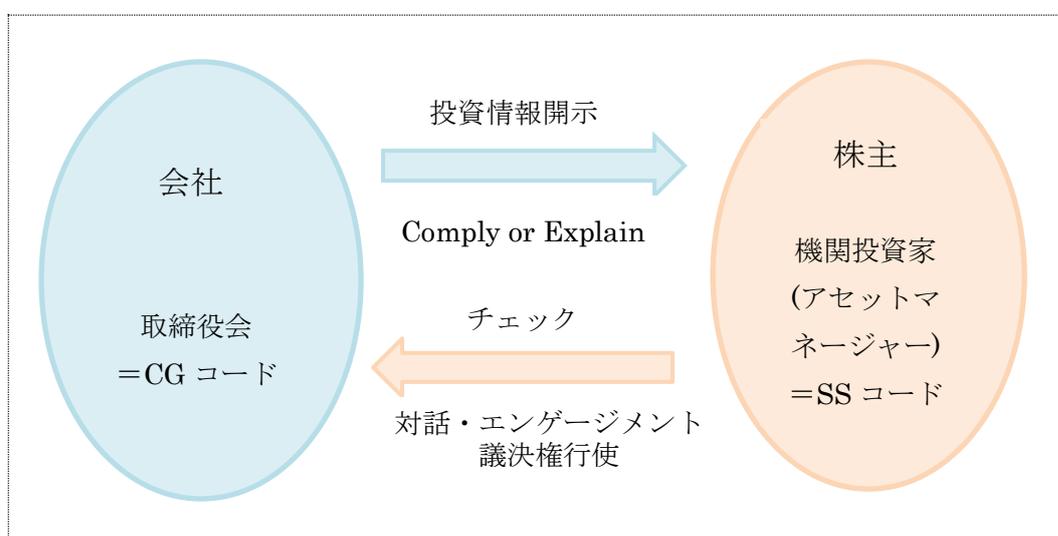


図 1 会社に対する規律づけ

これに対して、機関投資家に対する規律づけは、必ずしもわかりやすく示されているわけではない。一般に、機関投資家に対する規律づけには、①市場規律に委ねる、②第三者機関等の保証を求める、③FRC が規律づけを行う、④政府・規制当局が関与する、⑤開示の強化により外部からのチェックと自主的な改善を期待する（市場規律の強化）、の 5 つの方法が考えられる。以下では、2020 年コードに至る経緯を概観したうえで、2020 年コードでの対応を整理する。

まず 2012 年コードでは、①の **Comply or Explain** という市場規律をベースとしつつ、原則 7 の指針で、アセットマネージャーはエンゲージメントと議決権行使のプロセスについて、国際基準などに準拠しているかについての独立意見書（*independent opinion*）を取得

し、顧客からの要請があればそれを提示すべきとして、②の第三者機関等の保証を求める方法を併用したアプローチを採用していた。しかし独立意見書の取得は、当該アセットマネージャーやその顧客に付加価値をもたらすものではなく、実際には役に立っていないと市場参加者からは認識されていた (FRC, 2019a, para 86, para 1.22)。

FRC が行った SS コード署名機関の評価 (Tiering) は、③の FRC による規律づけの一形態である。ただし、前述の通り、評価が方針等の記載内容に焦点が当たり、実際の成果や効果の分析が弱いという弱点があった。

キングマン報告書はこの FRC の評価の弱点を指摘し、④の政府・規制当局の関与を強化する必要性を示したと言える。

2019 年改訂案では、指針 8 で、署名機関は、外部機関又は内部監査部門から、国際基準に準拠した形で、SS プロセスとその成果の報告について保証を取得すべきこと、そして保証を取得したこと、取得しなかった場合にはその理由を開示すべきことが示された (②による規律づけの強化) (FRC, 2019a, para 87) (FRC, 2019b, p.13)。なお、2019 年改訂案の作成に際して、市中から、外部保証を必須にすることは望ましくないという多くの意見があり、これが改訂案に反映されたと言える (FRC, 2019a, para 1.22)。

2020 年コードでの対応は以下の通りである。まず、自主規制機関である FRC による規律づけが維持されており、これは基本的には市場規律に委ねる方法が継続していると考えることができる (①による規律づけ)。また、第三者機関等の保証については、原則 5 の「期待される報告内容」の中に、SS に関して、署名者はどのような内部又は外部からの保証を取得したのかとその理由を説明すべきことが記載されている (②による規律づけ)。

コードの原則が Apply and Explain ベースとなり、一定の強制力を持つようになったことから、FRC による規律づけが強化されたと言える。また FRC は SS チームを拡充して規律づけを強化する方向を指向している (FRC, 2019e, para 2.28) (③による規律づけ)。

これらに加えて、具体的な SS 活動とその成果が年次で報告されることになり (FRC, 2019e, p1)、外部からの更なるチェックが期待されるようになった。また原則 8 とその「期待される報告内容」で、アセットオーナーは、アセットマネージャーと投資コンサルタントのモニタリングを行うこと、アセットマネージャーは、議決権行使助言会社やデータ・リサーチ提供会社のモニタリングを行うこと、そしてそれらを説明することが明記された (ただし、アセットオーナーに対して、誰がどのように規律づけするのかについては明記されていない)。これらは、開示の強化などによる外部からのチェックと自主的な改善を期待するものと言える (⑤による規律づけ)。

このように検討すると、2020 年コードでは、機関投資家の規律づけについて、①市場規律に委ねる、②第三者機関等の保証を求める、③FRC が規律づけを行う、⑤開示の強化により外部からのチェックと自主的な改善を期待する、の 4 つの方法を併用したアプローチを採用していると考えることができる (SS コードが自主規制機関である FRC によって定められていることから、コードでは、④の政府・規制当局の関与は該当しないと考えられる)。

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

4 おわりに

本稿では、2020年コードの改訂に至る経緯とその改訂内容について検討した。改訂内容として、特に、(1) SSコードの構成、(2) キングマン報告書への対応、(3) SSの定義・目的、(4) 機関投資家の規律づけの4項目について、具体的に検討した。

今回の改訂は、前回の改訂から7年余りの期間を経てなされたものであり、その間の市場の変化や、キングマン報告書のFRCやSSコードに対する厳しい評価を踏まえてなされたものであることなどから、かなり大幅な内容の改訂となっている。

本稿ではSSコードの改訂内容を中心に検討したが、重要なことは、SSコードの改訂内容そのものではなく、SSコードの改訂が機関投資家の具体的な行動にどのように影響するかということである。2020年コードでは、コードに署名した機関投資家は、SS活動とその成果を年次で報告することになっており、それらの報告内容の分析を行うことを通じて、今回の改訂の意味を検討することを今後の課題といたしたい。特に、**Comply or Explain** から **Apply and Explain** に変更されたことによる影響、SSの直接の目的から、企業に対する規律づけが外れたことによる影響などについて検討を深めたい。

2019年12月に、日本版SSコードの改訂案が公表された。この改訂案には、英国の2020年コードの改訂内容が反映されている部分もあるが、基本的な枠組みには、英国の2012年コードの影響が強くみられる。2014年の最初の日本版SSコードは、もともと英国の2012年コードの影響を強く受けて作成されたものであるが、その後、日本版のSSコードも独自の進化を遂げている（例えば英国よりも早くESG要素の考慮を含めている）。それぞれの国の特性を踏まえたSSコードを比較することについても、今後の課題といたしたい。

英国スチュワードシップ・コード 2020

○ アセットオーナーとアセットマネージャーのための原則

目的とガバナンス

原則 1

署名機関の目的、投資哲学、戦略、企業文化は、顧客や受益者のために長期的な価値を生み出し、その結果、経済、環境、社会に持続可能な恩恵をもたらすといった、スチュワードシップを可能にするものである。

原則 2

署名機関のガバナンス、経営資源、インセンティブは、スチュワードシップを支援するものである。

原則 3

署名機関は、顧客や受益者の最善の利益を第一に考えて、利益相反を管理する。

原則 4

署名機関は、金融システムがより良く機能するようにするために、市場全体に及ぼすリスクやシステミックリスクを特定し、それに対処する。

原則 5

署名機関は、自らの方針をレビューし、自らのプロセスを保証し、そして自らの活動が効果的であるかを評価する。

投資アプローチ

原則 6

署名機関は、顧客や受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に関する活動やその成果を報告する。

原則 7

署名機関は、自らの責任を果たすために、スチュワードシップと投資を体系的に統合する。そこには、環境、社会、ガバナンスに関する重要な課題や気候変動に関するものが

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

含まれる。

原則 8

署名機関は、アセットマネージャー及び/又はサービスプロバイダーをモニターし、彼らの業務について責任を問う。

エンゲージメント

原則 9

署名機関は、資産の価値を維持し高めるために、発行体企業に対してエンゲージメント（建設的な「目的を持った対話」）を行う。

原則 10

署名機関は、必要な場合には、発行体企業に影響を与えるために、協働エンゲージメントに参加する。

原則 11

署名機関は、必要な場合には、発行体企業に影響を与えるために、スチュワードシップ活動を段階的に強化する。

権利と責任の行使

原則 12

署名機関は、積極的に権利を行使し責任を果たす。

(注) 2012年コードの原則は“should”(～すべきである)、2019年改訂案の原則は“must”(～しなければならない)が用いられているが、2020年コードの原則には助動詞が用いられていない。これを反映して上記の意識を行った。なお、Apply and Explainベースであるので、「原則には当然従う」ことが前提となる。

(参考文献)

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～ケイ報告書の意義」『商学研究』54(2・3), 27-50.

林順一(2015a)「英国のコーポレートガバナンス—Comply or Explain という賢者の知恵—」北川哲雄編著『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) 「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 (2019a) 「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」『国際マネジメント研究』8, 1-34.
- 林順一 (2019b) 「イギリス企業の CG コード対応にみる従業員とのエンゲージメント」『企業会計』2020 年 1 月号, 50-56.
- 林順一 (2019c) 「ESG 投資と SDGs—投資家と企業の動機」北川哲雄編著『バックキャスト思考と SDGs/ESG 投資』同文館出版
- Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- FCA and FRC (2019), *Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Discussion Paper (DP19/1)*.
- FCA (2019), *Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Feedback to DP19/1 (FS19/7)*.
- FRC (2010), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2012), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2015a), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*.
- FRC (2015b), “FRC Promotes Improved Reporting by Signatories to the Stewardship Code”, *FRC News 14 Dec 2015*.
- FRC (2016), “Tiering of Signatories to the Stewardship Code”, *FRC News 14 Nov 2016*.
- FRC (2017), “FRC Removes Tier3 Categorisation for Stewardship Code Signatories”, *FRC News 03 August 2017*.
- FRC (2018), *The UK Corporate Governance Code 2018*
- FRC (2019a), *Proposed Revision to the UK Stewardship Code*.
- FRC (2019b), *Revised UK Stewardship Code*.
- FRC (2019c), “FRC Strengthens Stewardship Code”, *FRC News 30 January 2019*.
- FRC (2019d), *The UK Stewardship Code 2020*.
- FRC (2019e), *Feedback Statement: Consulting on a Revised UK Stewardship Code*.
- FRC (2019f), “Revised and Strengthened UK Stewardship Code Sets New World-leading Benchmark”, *FRC News 24 October 2019*.
- Hampel, R. (1998), *Committee on Corporate Governance, Final Report*.
- ISC (2009), *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*.
- Kay, J (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making Final Report*.
- Kingman, J. (2018), *Independent Review of the Financial Reporting Council*.
- Myners, P. (2001), *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*.

Walker, D. (2009), *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations*.

(注)

¹ 2018年の英国CGコードの改訂内容については、林(2019a, 2019b)参照。

² FRCは、監査法人の監督機関であるとともに、CGコードやSSコードを制定する自主規制機関でもある。FRCの2つのコードに対する役割については、林(2015a, pp. 36-38)参照。

³ 2019年改正案の前文では、主な変更点として、(1)組織の目的の検討を深め、SSの目的とガバナンスを開示すること、(2)SSの対象を英国上場株式以外に拡大すること、(3)ESG要素を考慮すること、(4)アセットオーナー、アセットマネージャー、サービスプロバイダー毎の役割の違いを明確にすること、(5)方針、活動内容、そしてその成果を報告すること、の5項目を挙げている(FRC, 2019b, pp.2-3)。

⁴ FCAはアセットマネージャーなどの健全性・行為規制を担う規制当局であり、FRCはSSコードを制定する自主規制機関である。FCAの規則(Conduct of Business Sourcebook (COBOS) 2.2.3)で、アセットマネージャーは、SSコードへの適用の有無などを開示しなければならないと定められている。なお、この規則以外には、SSコードは法律や正式な規制の適用対象とはなっていない(Kingman, 2018, para 2.81)。

⁵ 2018年に改訂されたCGコードでは、原則Aに「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、企業の長期的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」との記載がある。CGコード策定の過程で、株主価値と社会貢献を同列に記載することについて、市中から多くの懸念が示されたが、FRCは上記の記載を維持した経緯がある(林, 2018a, pp.27-29)。

行使価額修正条項付新株予約権の発表に対する株価の反応

Stock Price Response to Announcement of Moving Strike Warrant

鈴木俊佑

Shunsuke Suzuki

(論文要旨) 本稿では行使価額修正条項付新株予約権 (以下 MS ワラント) を発行した企業のマーケットの反応を他の資金調達方法のそれと比較を行った。MS ワラントの発行をアナウンスした企業のマーケットの反応は負であり、他の資金調達方法と比較してもよりネガティブな反応であった。また上場年数が長く、総資産が小さく、赤字で、業種としてはバイオ創薬が MS ワラントを実施する確率が高くなることが示唆された。さらにこれを基に同程度の MS ワラント実施確率の企業を比較したが、その条件においても MS ワラントは他の資金調達方法よりネガティブな反応であった。以上の結果から既に過大評価されており、特定の投資家・引き受け証券会社からも賛同が得られず普通株の公募増資や第三者割り当て増資にアクセスできない企業が最後の資金の出し手として MS ワラントを利用している可能性が高いことを示唆している。

1 はじめに

2005 年以降、新株予約権単体での第三者割当発行によるエクイティファイナンスが改良されたかたちで登場し、中小型の上場企業が株式市場において資金調達を行う際の方法として、行使価額修正条項付き新株予約権、いわゆる、MS ワラント (Moving Strike Warrant) とも呼ばれる、の第三者割当による発行が広がっている。この代替的なスキームは 2002 年 4 月の商法改正で新株予約権の単独発行が認められたことを契機として考案された。このファイナンスの特徴は新株予約権だけが引き受け手に第三者割当の形で複数発行されるが、この段階でファイナンスできるのは新株予約権の払込金分にすぎない。その後、引き受け手によって新株予約権が行使され、新株代金の払込が実現した段階ではじめてファイナンスが完了する。

様々な付帯条項によって従来の基準では増資が難しいような企業にエクイティファイナンスを可能することによって MS ワラントによる資金調達が広がっており、金子他(2019)によれば、2018 年の MS ワラントの発行額は約 3,000 億円と、同年の普通株の増資、第三者割り当て増資の合計の約半分となっている。しかしながら他の調達方法にないメリットがうたわれている一方で MS ワラントによる資金調達には様々な問題点が指摘されており、これを行った企業の株価が大きく下落し続ける例が多く見受けられる。例えば神尾・小林

(2019)では2018年にMSワラントを発行した企業のうち株価がプラスで推移している企業が22%しかないと報告されている。金子他(2019)ではMSワラントのアナウンスメントは市場に負の影響を与え、その企業の長期的なパフォーマンスは悪いことが報告されている。これらのことから不適切な企業の退出を遅らせる効果が強い可能性を示唆しているとある。しかしながら株価への影響というのは様々な要因が複合的に影響しており、MSワラントを単独で評価するだけではその可能性に言及するのは十分とは言えない。MSワラントと同時期に行われた他の増資方法と比較することでより精緻な評価をすることができると考えられる。そしてもし仮にMSワラントが上記で言われている影響が強いとすれば、マーケットにおいてその実施をアナウンスした時に他の資金調達方法と比較して、よりネガティブな反応をするはずである。

そこで本稿の構成としてはまず第2章でMSワラントの基本的な仕組みについて整理する。第3章では比較する増資とMSワラントの先行研究について整理し、仮説を提示する。第4章では先行研究を踏まえて、MSワラントの株価への影響を検証する。第5章では本稿のまとめと今後の課題を述べる。

2 MSワラントについて

まずMSワラントは増資方法のひとつである。主な増資とその概要について表1にまとめた。今回取り上げるMSワラントは新株予約権(ワラント)の一種であり、期間内に新株予約権の引き受け手が発行企業に対して一定の行使価額に基づく対価を支払って発行企業から株式を取得するための権利である。さらにはその新株予約権の行使価額が変動するものがMSワラントである。後ほどより詳しく紹介するが、今回比較する他の資金調達方法として公募増資(時価発行増資)及び転換社債型新株予約権付社債(以下転換社債)を用いる。公募増資とは最も一般的な増資の方法のひとつであり、新しい株式を発行するに当たり、不特定かつ多数の投資家に対して取得の申し込みを勧誘する方法である。転換社債とは株式と債券の二つの特徴をあわせ持つ社債である。この社債は所有者が株式に転換すると株価の上昇による利益を得ることが期待できる。社債のまま保有し続けると、利付債として定期的に利子を受け取ることができるほか、償還日には額面金額が払い戻される。この条件は様々なものがある。今回この二つを比較の対象として選んだ理由は、公募増資は前述したように最も一般的な増資の方法であること、転換社債は発行された段階では社債であり、即座に株式の希薄化につながるものではないという性質がMSワラントと同様の性質であるためである。表2に各増資の方法と性質の比較を示した。まず引き受け時の需給であるが、MSワラントも転換社債も引き受け段階では株式は発行されないため悪化しない。ただし、将来的には設定された条件で株式が発行される可能性があるので潜在的には悪化したと言える。次に将来の収益の期待であるが、後ほど詳しく説明するがMSワラントはその仕組み上、将来の収益が期待できない、予測が難しい状態でも引受先が十分な収益を得られるよ

うに設計してあるため相対的に重要度が低くなっている。最後に引き受け時の条件は、時価発行増資では将来への期待によって大きく左右される。すなわち将来への期待、つまり現在の株価が高ければ高いほど、基本的には良い条件で公募増資を行うことができる。転換社債は社債としての性質があるため、相対的に時価発行増資よりも影響は薄いですが、それでも転換時の株価が条件として設定されているため、株価は重要な要素として考慮される。MSワラントは発行段階で払込金額、つまり一株当たりの金額が決まっているわけではなく、大きな幅を持たされ、それが日々の株価に連動し、そこから十分なディスカウントした価格で新株を発行する仕組みとなっている。このため、現在の株価は相対的に重視されず、仮に割高であっても引き受けることが可能となっている。

次に MS ワラントの具体的な例を挙げ、図で全体を示すとともに流れを追っていく。まず割当先に付与された新株予約権数が 10,000 個で 1 個当たり 1,000 円、合計潜在株式数は 1,000,000 株（新株予約権 1 個当たり 100 株）とする。これの当初行使価額が例えば 1,500 円、上限行使価額はなし、下限行使価額は 900 円であるとする。この行使価額の決定方法は案件ごとに異なるが、よく見られるのは新株予約権の行使請求日前日株価の 90～93%程度とするものであり、この価額が下限行使価額を下回った場合は下限行使価額が適用される。以下の例示では、修正後行使価額を発行企業株価の前日終値 2,000 円の 90%である 1,800 円とした。

順を追って見ていくと、まず発行企業が証券会社やファンドなどである割当先に新株予約権を発行する。この時割当先が新株予約権の対価 1,000 万円（10,000 個×1,000 円）を発行企業に払い込む（図 1）。次に割当先が発行企業の株価などタイミングを見計らい、新株予約権を行使する。行使期間はだいたい新株予約権の発行後数年で設定されることが多く、1 度ではなく時期を分けて行使されることが想定されている。わかりやすくするため、今回は 1 度に行使すると仮定する。修正後行使価額が 1 株当たり 1,800 円であるため、割当先が発行企業に株式取得の対価として 18 億円を払い込む。その時発行企業から割当先に株式が交付され、発行企業は資金調達完了したことになる（図 2）。最後に割当先は取得した株式を、株式市場などを通じて売却することでキャピタルゲインを得る（図 3）。割当先は 2,000 円であった株式を 1,800 円で取得しているため、その株数分の差額から新株予約権の払込金額と当初に払い込んだ新株予約権の対価を控除した金額がキャピタルゲインになる。ただし、株式売却までに株価が下落すれば、キャピタルゲインは小さくなる。

以上のような流れが MS ワラントの基本的な仕組みになるが、その他にも表 3 に示すような様々な付帯条項がある。

以上が MS ワラントの基本的な仕組みとなる。これらによって引き受け手のハードルは非常に下がっているものの、一方でこれらによって引き受け手は発行企業の将来性が悪かろうが、引き受けることで収益を上げられる可能性が高いため引き受ける要因となる。このため本来であれば適切な収益を上げられない体質の企業に資金が供給され、市場にとどまってしまうと言った可能性が出てくる。これによって MS ワラントの引き受け手以外の一

行使価額条項付新株予約権の発表に対する株価の反応

般の投資家からはネガティブに受け止められるといったことが予想される。

表 1 主な増資の種類と概要

増資の種類	概要
公募増資（時価発行増資）	時価に近い新株を発行する方法
株主割当増資	既存の株主に対して新株を発行する方法
第三者割当増資	特定の者に対して新株を発行する方法
転換社債型新株予約権付社債	普通社債に一定の条件で株式に転換することができる社債
新株予約権	発行した会社に対して使うことにより、新株の交付を受けることができる権利

表 2 各増資の性質の比較

	引き受け時の需給	将来の収益への期待	引き受け時の条件
MSワラント	潜在的に悪化	なくても引き受け可	割高でも引き受け可
時価発行増資	悪化	必要	最も重視される
転換社債	潜在的に悪化	時価発行増資よりは 必要ない	重視される

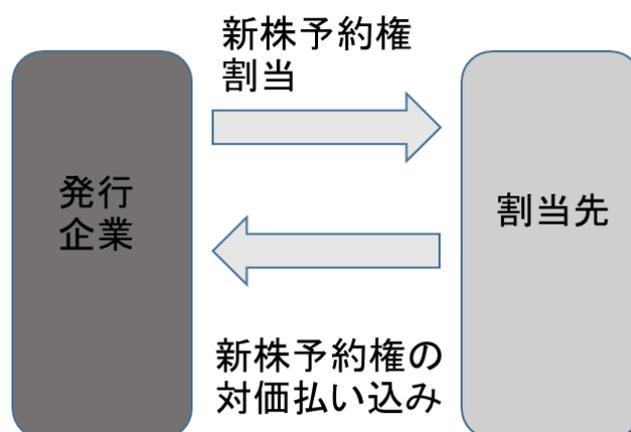


図 1 MSワラントの流れ①—新株予約権の発行と対価の払い込み

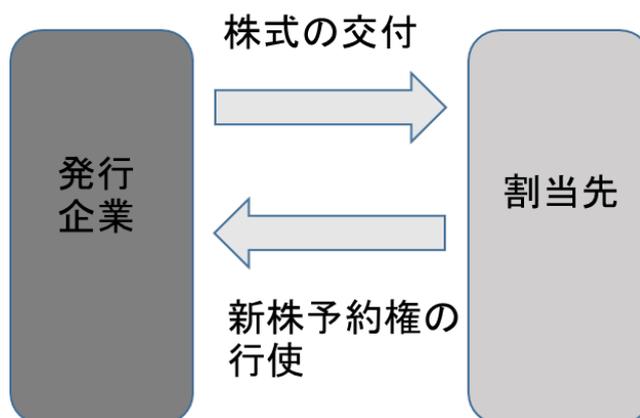


図2 MSワラントの流れ②—新株予約権の行使と株式の交付

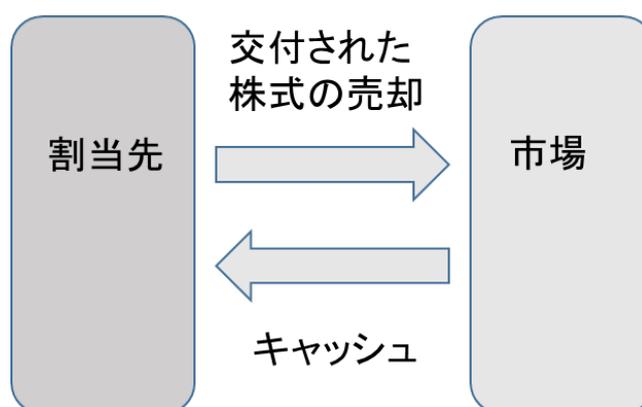


図3 MSワラントの流れ③—交付株式の売却

表3 MSワラントの付帯条項の例

条項	概要
行使指示条項	発行企業が保有者に対して 行使を指示した時には、保有者は決められた数量の新株予約権を行使しなくてはならない条項
行使停止条項	一定の事由が生じた場合や発行企業の指示があった場合には、新株予約権の行使ができないとする条項
行使許可条項	MSワラント保有者が新株予約権を行使する際に、発行企業の許可が必要となる条項
発行企業による取得条項	発行企業が割当先から新株予約権を買取できる条項
MSワラント保有者による取得請求条項	通常は株価が行使価額を下回って推移し、期間内に新株予約権の行使ができなかった場合には、新株予約権は消滅することになるが、割当先の裁量で発行企業に新株予約権の取得請求を行うことができる条項

3 先行研究

3.1 時価発行増資に関する先行研究

増資が与える株価への影響に関する先行研究は様々あるが、その結果も対象期間、使途、増資の形態など諸条件によって一様ではない。その中で増資のアナウンスメントの影響が正であると報告しているものには、まず初期の先行研究として花枝(1989)のものがある。この中では1975年から1983年に公募増資を行った334社を対象とし、使途で分類して月次の株価の検証を行っており、その結果増資の発表に対する株価の反応は正であるという結果が報告されている。次に馬場・森(1995)のものがあり、これは1981年から1986年を対象として、公募増資、第三者割当増資を比較している。その結果どちらも正の反応を示すが、第三者割当増資の方が、株価の上昇が大きかったと報告している。次に福田(2010)のものがあり、これは2005年から2006年の292件を対象として、第三者割当増資にしぼって検証を行っている。その結果、この期間に第三者割当増資のアナウンスメントに対する株価の反応は正であったと報告している。

公募増資のアナウンスメントが負であったとしている報告としては鈴木(2009)がある。これは1998年から2005年までに公募増資を行った企業563社を対象として検証を行っている。この報告では公募増資による株価の反応は負であると報告されているが、その一方で第三者割当増資を行った906社の株価の反応は正であったと報告している。

また大塚(1994)は70年代、80年代に行われた時価発行増資と比較して、近年のそれに対する株価の反応が負に反応することを報告しており、その理由として景気の後退局面では、企業の倒産確率が高まるため、債権者が貸し付けに対して要求するコストが大きくなるためだと説明している。

最後に原・森田(2011)の報告では、検証期間を2003年から2009年とし、増資形態別、景気別、使途別に検証を行っている。その結果、景気別には影響がなかったものの、やはり公募増資をアナウンスした企業の株価は負、第三者割当増資のアナウンスメントを行った企業の株価は正に反応したと報告している。

以上のように時価発行増資においても市場に負に受け止められることもある。この要因としては発行時期の景気・経済環境や資金使途など様々な可能性がある。これは結局表2で示したように引き受け時の需給悪化とその増資した資金を用いた時の将来への期待・引き受け時の条件のバランスによって決まっているという見方ができる。

3.2 転換社債に関する先行研究

増資に関する先行実証研究が数多くある一方で転換社債に関する研究はそれほど多くなく、実証分析についてはほとんど見当たらない。数少ない実証研究として倉澤他(1997)のものがある。1987年から1996年に転換社債発行のアナウンスのあった836件を対象に検証した。その結果、1987年から1990年まで、転換社債発行のアナウンスに対して正に反応

をしていた市場が、1991年以降ほとんど反応しなくなったことが判明した。

時価発行増資と同様に転換社債による増資も環境によって市場の受け止められ方は変わることが報告されている。この変化は表2の言葉を用いて表せば、1987年から1990年までは需給の悪化の影響よりもその増資した資金を用いた時の将来への期待・引き受け時の条件の方が影響は大きかったが、1991年以降はこの差はなくなったと考えられる。

3.3 MSワラントに関する先行研究

転換社債と同様にMSワラントに関する研究はそれほど多くなく、実証分析についてはほとんど見当たらないがMSワラントの発行要因と株価リターンにおける先行研究としては金子他(2019)が挙げられる。この中ではMSワラントを利用する理由として3つの仮説、逆選択仮説、ラスト・リゾート仮説、需給悪化仮説)が提示されている。逆選択仮説とは有望な投資機会を持つ企業はMSワラント発行を通じて過小投資問題を解消しているという仮説である。ラスト・リゾート仮説とは、公募増資が行えず、情報優位な投資家の引き受け手もない企業が資本増強のラスト・リゾート(最後の手段)としてMSワラントを用いているとする仮説である。需給悪化仮説とは、MSワラントの発行により潜在的に市場に流通する株式数の需給が悪化する場合、その情報がアナウンスメント日の株価に反映され、株価が下落するという仮説である。

実証研究の方法としては2004年から2018年までの上場企業を対象にMSワラントの決定要因、MSワラント時の株価反応、MSワラント発効後の長期株価パフォーマンスが検証されている。これらの検証の結果、MSワラントのアナウンスメントは負に反応しており、ROAが低く、総資産で測った企業規模が小さい企業は公募増資よりもMSワラントの発行を選ぶ可能性が有意に高いということが指摘されている。

以上の結果から有望な投資先が乏しい財務危機企業が、割高に評価されている場合にMSワラントが発行されがちであるとしている。よって既に過大評価されており、特定の投資家・引受証券会社からも賛同が得られず普通株の公募増資や第三者割当増資にアクセスできない企業がラスト・リゾート(最後の資金の出し手)としてMSワラントを利用するというラスト・リゾート仮説が支持されていると結論づけている。さらにはMSワラントが本来であれば市場から退出しなければならない企業に資金供給を行い、その退出を遅らせるため社会にとって望ましくないという議論と、企業と市場間の情報の非対称性が強い企業への資金供給を果たしているため社会にとって望ましいという議論があるが、前述の結果に加えてMSワラントの発行をアナウンスした企業の長期パフォーマンスが悪いことから、情報の非対称性が高く企業の将来性を見抜けない企業に資金が供給されているとは言えないとし、前者の退出を遅らせる効果が強い可能性を示唆していると述べている。

実証研究ではないが、新株予約権の発行を行う企業の属性について調査した文献として鶴沢・大村(2018)がある。鶴沢・大村(2018)によると新株予約権を発行する企業の属性とし

てまず市場においてはマザーズ、ジャスダックなどの新興市場が発行企業の 8 割近くを占めており、業種としては創薬ベンチャーやソフト開発・通信が非常に多く、これらに次いでオンラインゲームやネット広告・検索・SNS が多いと報告している。さらに上場年数が相対的に短く、総資産が小さく、ROA が低い（平均してマイナス）企業、赤字の企業が新株予約権を発行していることを報告している。これらのことに加えてその財務内容を加味すると新株予約権スキームを活用している企業の大半は公募増資での新株発行は難しく、銀行調達も困難であるとしている。この典型的な企業が創薬ベンチャーであり、事業リスクや情報の非対称性が高い小規模企業の限界的な調達手段として利用され、エクイティファイナンスのチャンネルを拡大する役割を果たしていると述べている。上記で挙げられた属性を有する企業であればあるほど MS ワラントを実施する確率が高くなることが予測される。またここで挙げられた要因のうち、どの要因が真に MS ワラントを発行する要因として効いてれば、MS ワラントが本来であれば市場から退出しなければならない企業に資金供給を行い、その退出を遅らせるために用いられているか、企業と市場間の情報の非対称性が強い企業への資金供給を果たしているかを考えるうえで重要である。例えば資本が小さいことや、赤字であることが MS ワラントを実施する要因として影響を与えていれば、MS ワラントが本来であれば市場から退出しなければならない企業に資金供給を行い、その退出を遅らせるために用いられているとみることができる。業種としてバイオ創薬が大きな影響を与えていれば企業と市場間の情報の非対称性が強い企業への資金供給を果たしていることができる。

3.4 仮説の提示

金子他(2019)の報告において MS ワラントをアナウンスした企業の超過収益率はマイナスであり、長期的なパフォーマンスが悪いことが報告されているが、増資という枠組みで MS ワラントという方法を選択したことを評価しようとした場合、MS ワラント単独で評価するだけでは MS ワラントが市場でどのような評価をされているかを述べるのには十分ではない。他の二つの増資の先行研究でもふれたが、同じ増資方法においても諸条件において結果は一様ではない。要するに場合によっては他の増資方法でも単独で見た場合、金子他(2019)で得られた MS ワラントの結果と同様の結果に市場の反応は負の可能性もある。この環境の影響を取り除くためにも他の資金調達方法と比較することが有益であると考えられる。

以上の先行研究を踏まえて本稿では以下の仮説を構築した。

仮説

ラスト・リゾート仮説の言う、既に過大評価されており、特定の投資家・引き受け証券会社からも賛同が得られず普通株の公募増資や第三者割り当て増資にアクセスできない企業が最後の資金の出し手として MS ワラントを利用するということや、その仕組みから企業

の将来がよかろうが悪かろうが関係なく引き受け手が儲けることができるため引き受けるということが正しいとするならば、潜在的な需給の悪化のみが影響として伝わるため、同時期にマーケットにおいてその実施をアナウンスした時に他の資金調達方法と比較して、よりネガティブであるはずである。

上記の仮説を検証するために期間を直近（2015年～2018年）に設定したうえでMSワラントの発行をアナウンスした企業とそれ以外の方法で資金調達をするとアナウンスした企業の超過収益率を比較した。今回はMSワラント以外の資金調達の方法として今回は二つの方法を比較群として用いた。一つ目は時価発行増資であり、これは資金調達を行うときに、発行価格を市場価格、即ち時価に近い価格に設定して行う増資のことである。この時価発行増資の会社にとってのメリットは、資金を調達する上で時価が高くなればなるほど発行する株式の数が少なくて済むという点にある。発行価格は価格決定から払い込みの間までに起こりうる価格変動を考慮し、ある程度のディスカウントを行って決定される。もし株主以外の者に有利になる発行価格をもって株式を発行する場合は、株主総会でその理由を開示して特別決議を経る必要がある。

二つ目は転換社債型新株予約権付社債であり、これは発行時に決められた値段で株式に転換することができる債券である。債券の発行後に株式に転換するか、株式に転換せずに利息や償還金を受け取るかを引き受け手が選択することができる。

検証期間を直近に設定したのは直近のMSワラントを取り巻く環境と過去の環境とでは大きく違うためである。前述でも述べたがMSワラントの発行には様々な批判がなされてきた。このためMSワラントの発行には様々な規制が強化されてきた。例えば日本証券業協会が2007年に公表した「第三者割当増資等の取り扱い規則」、東京証券取引所が2009年に公表した「2008年度上場制度整備の対応について」などがある。よってMSワラントと一口に言っても、過去行われてきたMSワラントと直近行われたMSワラントでは発行の行われた状態が大きく違う可能性があり、現在のMSワラントの形を正確にとらえるために期間を短くした。

上記の検証に加えて鶴沢・大村(2018)が報告したMSワラントを実施している企業属性を用いてロジット分析を行うことで、どの要因がMSワラントの実施に影響を与えているかを検証することができる。これによってどの要因が真にMSワラントを発行する要因として効いているか検証し、それによってMSワラント実施確率を算出する。このMSワラント実施確率を基に同程度のMSワラントの実施確率となった企業同士をプロペンシティブスコアマッチングによって比較することでMSワラントの影響をより精緻にみることができる。

4 実証分析

4.1 データサンプル

本稿では2015年から2018年にかけてMSワラントの発行をアナウンスした103件のデータを使用した。i (後注1) MSワラントの比較対象として時価発行増資をアナウンスメントした企業群と転換社債の発行をアナウンスした企業群を用いた。時価発行増資及び転換社債のアナウンス企業群、そのアナウンス日とその他財務データおよび株価データはQuickWorkstationから取得した。時価発行増資の件数は507件、転換社債の件数は165件であった。このうち分析に必要なデータが欠損している増資イベントについては分析対象から除外した。またイベント日から前後5日以内に決算日が入っている企業も同様に除外した。また、1社でアナウンスを複数回行っているものもあるが1年間の期間が空いているものは対象としている。

4.2 MSワラント発行アナウンス時の株価の反応とその比較

MSワラント発行のアナウンスの株価の反応を調査するためにイベントスタディの手法を基に検証をおこなった。アナウンスメント日は取締役会の決定による発表があった日をイベント日($t=0$)とした。イベント日の前後の超過収益率を算出し、これの一定期間の累積を各増資群で比較を行った。推定ウィンドウは-120日から-11日とし、イベントウィンドウは $t=-10$ から $t=10$ とした。MSワラントの分析で用いる超過収益率は以下のように求めた。今回はCAPMに基づいて企業iのt時点の超過収益率 $AR_{i,t}$ は以下の式で表される。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

$R_{i,t}$ は企業iのt時点の日次収益率であり、 $E(R_{i,t})$ はCAPMに基づいて算出された企業iの推定収益率である。この $E(R_{i,t})$ は以下の式によって算出される。

$$E(R_{i,t}) = \alpha + \beta R_{m,t} \quad (2)$$

R_m はマーケットリターンを表し、今回はTOPIXを使用した。この式をある期間の期間で推定し、企業固有の α 、 β を最小2乗法によって算出する。今回はアナウンスメント日を $t=0$ とした場合、 $t=-120$ から-11までの110日間のサンプルを用いて推定した。これによって算出された超過収益率 $AR_{i,t}$ を一定期間累積し、平均をとったものが累積超過収益率であり $AAR(t)$ で表される。つまり平均の超過収益率は

$$AAR(t) = 1/n \sum AR_{i,t} \quad (3)$$

であり、 $CAR(t)$ は各イベントウィンドウに定めた時点における平均超過収益率の累積

$$CAR(t) = \sum AAR(i) \quad (4)$$

である。

イベントウィンドウは4つに区切って評価を行った。これは基本的にはMSワラントの先行研究である金子他(2019)を踏襲する形である。(t-10,t-2)では資金調達のアナウンスが漏洩しているか否か、(t-1,t+1)ではアナウンス直前におけるマーケットの反応、(t+2,t+10)ではアナウンスメントの継続的な影響、(t-10,t+10)ではアナウンスメントの影響の最終的な評価をそれぞれ行った。

表4には各イベントウィンドウ内における各増資をアナウンスした企業群の超過収益率とt検定の結果を示した。表5にはMSワラントと比較した際の超過収益率とt検定の結果を示した。

MSワラントの発行をアナウンスした企業群の超過収益率はイベントウィンドウ(t-10,t-2)で-1.04%、(t-1,t+1)で-5.77%、(t+2,t+10)で-3.54%、(t-10,t+10)で-9.96であった。(t-10,t-2)を除くイベントウィンドウでは有意な差が見られた。

イベントウィンドウ(t-10,t-2)においては事前に資金調達が漏洩していた場合の超過収益率は有意に0%とは異なるはずである。この期間におけるMSワラントの超過収益率はマイナスではあるが有意な差はなかった。転換社債も同様だが、時価発行増資は有意にマイナスである。このことから時価発行増資をしている企業はその増資の発表を漏洩させている可能性があることを示唆している。

イベントウィンドウ(t-1,t+1)においては仮に資金調達のアナウンスメントがマーケットにポジティブに捉えられていれば超過収益率はプラス、逆にネガティブに捉えられていればマイナスになるはずである。この期間におけるMSワラントの超過収益率はマイナスで有意となっている。時価発行増資も同様だが、転換社債は有意ではない。このことからMSワラントと時価発行増資は資金調達によって行われる企業活動よりもMSワラントによって潜在的に増える発行株式数、時価発行増資によって発行株式数による希薄化の影響の方が大きくネガティブに捉えられている可能性が高いことを示唆している。

イベントウィンドウ(t+2,t+10)においては資金調達のアナウンスメントの効果がもしも一時的なものであれば少なくとも優位に0%にはならないはずである。いずれの資金調達の方法においても超過収益率はマイナスで有意である。よってアナウンスメントの効果は一時的なものではなく、むしろ初日には過小評価される可能性が高いことを示唆している。

イベントウィンドウ(t-10,t+10)においては資金調達のアナウンスメントが全体としてマーケットにどのような影響を与えているかをみることができる。いずれの資金調達の方法においても超過収益率はマイナスで有意である。よって今回示した資金調達の方法はいずれにおいてもマーケットにネガティブに捉えられている可能性が高いことを示唆している。

行使価額条項付新株予約権の発表に対する株価の反応

MS ワラントの超過収益率と他の増資方法の超過収益率との差を比較するとイベントウィンドウ(t-10,t-2)の時価発行増資では MS ワラントに対して 0.57%, 転換社債が 0.23%であったが、いずれも有意な差ではなかった。(t-1,t+1)のイベントウィンドウでは、時価発行増資が MS ワラントに対して 3.84%, 転換社債は 4.41%でいずれも有意な差であった。この結果から MS ワラントは発表の前後において、その他の増資に対してよりネガティブに捉えられていることを示唆している。(t+2,t+10)のイベントウィンドウでは、時価発行増資が 2.31%で有意な差が見られ、転換社債が 1.57%で有意な差ではなかった。この結果から MS ワラントは特に時価発行増資よりも継続的に負の影響を与えていることを示唆している。(t-10,t+10)のイベントウィンドウでは MS ワラントに対して、時価発行増資が 6.47%, 転換社債が 5.98% 高く、いずれも有意な差が見られた。

MS ワラントの発行によるマーケットの反応は負であり、同時期に他の方法で資金調達をアナウンスメントした企業との差を検証した結果、より負に反応していた。このことは MS ワラントによる資金調達が他の調達方法よりもネガティブに捉えられていることを示唆している。

MS ワラントはその仕組み上、公募増資や第三者割当増資とはことなり、引き受け手は企業の将来が悪かろうが資金を無駄な投資に用いられようが考慮せずに引き受けることで収益を上げることが可能となる。それによって財務に問題を抱えており、投資家との情報の非対称性が大きい企業が利用することができる。これに加えて MS ワラントを発行する企業が他の資金調達方法と比較して将来有望な投資機会を持っていないと一般的な投資家に認識されているのであれば、MS ワラントの超過収益率は他の方法より悪くなければなるはずである。今回の結果はそれを支持する結果であった。

表 4 各増資アナウンスにおける超過収益率

	MSワラント		時価発行増資		転換社債	
	平均値	t値	平均値	t値	平均値	t値
CAR(t-10,t-2)	-1.04	-0.75	-0.47*	-1.82	-0.81	-1.34
CAR(t-1,t+1)	-5.77***	-6.33	-1.92***	-7.55	-1.36	-1.48
CAR(t+2,t+10)	-3.54**	-2.60	-1.23***	-5.21	-1.97**	-2.12
CAR(t-10,t+10)	-9.96***	-4.87	-3.49***	-8.16	-3.98***	-2.93

*, **および***はそれぞれ 10%, 5%および 1%水準で統計的に有意であることを示す。

表5 MSワラントとその他の増資方法のアナウンスによる超過収益率の比較

	時価発行増資		転換社債	
	平均値の差	t値	平均値の差	t値
CAR(t-10,t-2)	-0.57	-0.41	-0.23	-0.15
CAR(t-1,t+1)	-3.84***	-4.08	-4.41***	-3.42
CAR(t+2,t+10)	-2.31*	-1.68	-1.57	-0.95
CAR(t-10,t+10)	-6.47***	-3.11	-5.98***	-2.44

*, **および***はそれぞれ10%, 5%および1%水準で統計的に有意であることを示す。

4.3 MSワラントの決定要因とその影響

増資の手段としてMSワラントを選択する企業がどのような要因で決まるのかを調べるためにロジットモデルを用いて検証を行った。金子他(2019)において類似の検証がなされ、それが有望な投資先が乏しい財務危機企業が、割高に評価されている場合にMSワラントが発行されがちであるという結論の一助になっているが、説明変数を変えることで異なった側面から検証し、より深い知見を得ることを期待できる。表6に基本統計量、表7はMSワラントの決定要因についてロジットモデルで推定した結果から算出したそれぞれの限界効果を示している。

$$p = \frac{1}{1 + \exp(-l)} = \frac{1}{1 + \exp(-b_0 - b_1x_1 - \dots - b_px_p)}$$

p:MSワラント実施確率

x1:ln(上場年数)

x2:ln(総資産)

x3:赤字ダミー

x4 ジャスダックダミー

x5 その他市場ダミー

x6:IT関連ダミー

x7 その他業種ダミー

市場についてはマザーズを基準、業種に関してはバイオ創薬を基準とするモデルとしている。

サンプル数は2015年から2018年の間にMSワラントもしくは時価発行増資か転換社債

の発行をアナウンスした企業 330 社である。用いたイベントウィンドウは(t-10,t+10)で、被説明変数は t+1 期の MS ワラントを実施したかどうか (MS ワラントを実施していれば 1, 他の資金調達であれば 0) とし、説明変数は t 期の $\ln(\text{上場年数})$, $\ln(\text{総資産})$, 赤字ダミー, ジャスダックダミー, IT 関連ダミーとした。市場についてはマザーズ, ジャスダック, その他で分類, 業種についてはバイオ創薬, IT 関連, その他で分類した。純利益ではなく, 赤字ダミーとしたのは MS ワラントやその他の増資を引き受け手が引き受ける, 引き受けない, の影響を考えた場合に額よりも単純に赤字かそうでないかを重要視すると考えたためである。市場, 業種分類についても同様で鶴沢・大村 (2018) を参考に影響の大きい分類とその他で分類を行った。

これによると MS ワラント, 時価発行増資, 転換社債によって資金調達を行うとアナウンスした企業群の中で上場年数が長く, 総資産が小さく, 赤字で, 業種としてはバイオ創薬が MS ワラントを実施する確率が有意に高い。限界効果は $\ln(\text{上場年数})$ は上場年数が 1% 長くなると MS ワラントを実施確率が 6% 上がることを示している。 $\ln(\text{総資産})$ は総資産が 1% 大きくなると MS ワラントを実施確率が 2% 下がることを示している。企業が赤字であるときに MS ワラントを実施する確率が赤字でない企業よりも 15% 高くなる。業種がバイオ創薬であることで他の業種よりも 20% 以上実施確率が高くなることを示している。

上場年数が長くなると MS ワラントを実施する確率が高くなるということは上場後間もない企業が MS ワラントを活用するというわけではなく, 資金が MS ワラントで調達しなければならぬような状態に陥った時に活用する可能性が高まると解釈できる。

総資産が小さいということは, 当然その資金調達の規模も小さくなるため, 他の調達方法ではリターンよりもリスクが高くなる可能性が高まる。不確実性の大きい他の調達手段では難しいが, 引き受け手にとってよりリスクが相対的に小さくなる MS ワラントであれば引き受けができるという状況が考えられる。

赤字であるときに MS ワラントを実施する確率が高まるのは, 赤字であるということは資金の出し手側からすると赤字でない企業に比べて非常にリスクが高い状態であると同時に, 単純に資金の出し手が赤字の企業に対しては公募増資, 転換社債などを発行しないというルールを設定していることが考えられる。

バイオ創薬に分類されている企業のその主事業は, 新しい薬の研究開発・製造である。これは非常に予想が難しく, 仮に専門家であってもその可否は予想がつかないため, 非常に不確実性が大きく, さらにそれを投資家に理解してもらうコストは非常に大きい。また失敗した場合と成功した場合のリターンの差も非常に大きい。このため引き受け時の数値の算出が難しいか不可能であるため通常の公募増資では引き受け手が見つかりにくい。しかしながら MS ワラントはその仕組み上, 引き受け手が非常に引き受けやすい設計となっているため, これを活用していると考えられる。

さらにより MS ワラントの影響を精緻にみるために MS ワラントアナウンスメントの決定要因を基にプロペンシティブスコアマッチングによる解析を行った。イベント日からの超

過収益率にはイベント以外にも様々なことが影響している。そこでその影響をなるべく取り除くために、ロジットモデルによって算出された MS ワラント実施確率で同程度の者同士を比較した。これによって厳密な比較を行うことができる。その結果を表 5 に示した。その結果 MS ワラントとそれ以外での資金調達の方法との間に 10%水準での有意差が見られた。この結果において MS ワラントと他の資金調達を同程度の実施確率の企業同士で比べたとしても MS ワラントがネガティブに受け取られていることが示唆された。

表 6 基本統計量

変数	平均	標準偏差	最小値	最大値
超過収益率	-4.31	11.77	-68.75	88.5
ln(上場年数)	1.80	1.21	0	4.25
ln(総資産)	9.25	2.24	5.33	16.50
赤字ダミー	0.14	0.35	0	1
ジャスダックダミー	0.11	0.32	0	1
その他市場ダミー	0.60	0.49	0	1
IT関連ダミー	0.14	0.35	0	1
その他業種ダミー	0.81	0.39	0	1
サンプルサイズ	663			

表 7 MS ワラントの決定要因とその限界効果

変数	係数	z値	限界効果	z値
ln(上場年数)	0.90***	4.60	0.06***	4.53
ln(総資産)	-0.32***	-2.91	-0.02***	-2.90
赤字ダミー	1.43***	4.05	0.15***	3.07
ジャスダックダミー	0.34	0.72	0.03	0.71
その他市場ダミー	-0.11	-0.25	-0.01	-0.25
IT関連ダミー	-1.84***	-2.96	-0.25**	-2.42
その他業種ダミー	-2.10***	-3.86	-0.27***	-2.66
サンプルサイズ	660			
疑似決定係数	0.276			

*, **および***はそれぞれ 10%, 5%および 1%水準で統計的に有意であることを示す。

表 8 プロペンシティスコアマッチングによる MS ワラントとそれ以外の平均処置効果

		Z
CAR(t-10,t+10)	-4.43*	-1.75

*, **および***はそれぞれ 10%, 5%および 1%水準で統計的に有意であることを示す。

5 おわりに

本稿では、MS ワラントの発行をアナウンスしたときの株価の変動を他の資金調達の方法と比較することで、MS ワラントの発行が市場でどのように評価されているかについて検証した。くわえて MS ワラントの決定要因を分析し、これを基にプロペンシティスコアマッチング法によって企業の条件をそろえた上で MS ワラントを実施する企業と実施しない企業の超過収益率の差について検証した。

MS ワラントの発行をアナウンスしたときの株価の変動についてはイベントスタディの結果から、MS ワラントの発行はマーケットにネガティブに受け取られることが分かった。他の資金調達の方法も同様にネガティブに受け取られていることが分かったが、他の資金調達の方法と MS ワラントを比較した結果、MS ワラントがよりネガティブに受け取られていることが分かった。資金を調達しようとしている企業が増資もしくはそれに準ずる方法で資金を調達しようとした場合、今回設定した期間においての反応はいずれの方法でもマーケットの反応はネガティブなものであり、MS ワラントがその中で一般の投資家にとってことさら問題のある増資方法であると受け止められていることが示唆された。

MS ワラントの決定要因では MS ワラント、時価発行増資、転換社債によって資金調達を行うとアナウンスした企業群の中で上場年数が長く、総資産が小さく、赤字で、業種としてはバイオ創薬が MS ワラントを実施する確率が高くなることが示唆された。

ラスト・リゾート仮説の言う、既に過大評価されており、特定の投資家・引き受け証券会社からも賛同が得られず普通株の公募増資や第三者割当て増資にアクセスできない企業が最後の資金の出し手として MS ワラントを利用するということや、その仕組みから企業の将来がよかろうが悪かろうが関係なく引き受け手が儲けられるため引き受けるということが正しいとするならば、需給の悪化のみが影響として伝わるため、マーケットにおいてその実施をアナウンスした時に他の資金調達方法と比較して、よりネガティブであるはずである。今回の検証結果はそれを支持するものとなった。

本稿ではイベントスタディによる短期的な株価の反応に焦点を当てているが、今後の課題としては MS ワラントで資金調達した企業の長期的な株価パフォーマンスや状態を他の資金調達を選択した比較することである。これにより MS ワラントの発行による影響に関してより深い考察が行えるものと考えられる。さらに今回は検証期間も 2015 年から 2018 年と直近のデータのみで検証を行ったが、規制強化などのタイミングで期間を区切り、期間

ごとの比較を行うことで、MS ワラントが規制などの影響を受けてどのように変わっているかについての知見を得ることが期待できる。またアナウンス時の大きな影響要因としてはその時の発行株式数の規模、つまり希薄化率が挙げられる。需給の悪化という側面で見れば、これが影響の主因の一つである。この影響を加味したうえでの分析モデルを構築し、それによって検証することでより精緻な分析結果が得られるものと考えられる。

(参考文献)

大塚晴之(1994)「最適資本構成と株価の形成—非対称情報化の動学的アプローチ—」『証券研究』110, pp.333-356

神尾篤史・小林若菜(2019)「活用広がる MS ワラントでの資金調達」『金融・証券市場・資金調達レポート』大和総研 pp.1-8 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20190325_020706.pdf

金子健・鈴木健嗣・頭士奈加子(2019)「MS ワラントの発行要因と株価リターン」『証券経済研究』108, pp.47-61.

倉澤資成・段憶鳴・広田真人(1997)「転換社債の情報伝達機能—日本市場の event study—」『現代ファイナンス』1, pp.33-53

鈴木健嗣(2009)「第4章 エクイティファイナンス」花枝英樹・榊原茂樹(編)『現代の財務経営<3> 資本調達・ペイアウト政策』中央経済社.

鶴沢真・大村敬一(2018)「新型エクイティファイナンスの評価と内在する問題—新株予約権の第三者割当による公募増資大体スキーム」『Waseda University Institute for Business and Finance Working Paper Series』WBF-18-002, pp.1-46.

花枝英樹(1989)「日本企業の増資政策」『成城大学 経済研究』107, pp.37-65

馬場大治・森昭夫(1995)「我が国資本市場における株式発行の情報効果」『姫路獨協大学 経済情報学論集』7, pp.1-22

原亮平・森田充「資金使途別の増資発表に対する株価の反応」『応用経済学研究』5, pp.149-163

福田充男(2010)「第三者割当増資に関する実証分析」『京都産業大学論集』27, pp.127-143

ⁱ <https://tekiji.net/search> より「行使価額修正条項付新株予約権」で検索して、個別に精査しデータを作成した。

ダイレクト出版株式会社のマーケティング戦略の分析
—マーケティング戦略による「顧客取引に有期性のあるビジネスモデル」から「顧客取引が継続的なビジネスモデル」への転換—

Marketing Strategy Analysis of Direct Publishing, Inc.
: Shift from “Business Model with Limit in Customer Purchasing”
to “Continuous Customer Purchasing”

尾森 玄陳
Omori Haruyoshi

(論文要旨)

教育市場の特徴のひとつとして資格取得や学校卒業などの目的達成による顧客取引の有期性が挙げられるが、同市場におけるダイレクト出版株式会社（以下、ダイレクト出版）は継続的な顧客取引を行うことで業績を飛躍させている。

本稿では当社により独自に展開されるマーケティング戦略をターゲット、製品戦略、価格戦略、コミュニケーション戦略、チャネル戦略の視点で概要をまとめた上で分析を行い、マーケティング側面での当社が継続的な顧客取引を実現している要因を明らかにする。また、本稿により明らかとなる継続性の要因を基に、顧客取引に有期性のある一般的なビジネスへの適用について示唆する。

(Abstract)

Although one of the biggest characteristics of education market is that customer purchasing is limited due to the accomplishment customer's goal such as qualification or graduation, Direct Publishing, Inc. (Direct Publishing) has achieved remarkable performance by continuous customer purchasing in the market.

This article contains introduction of their own marketing strategy and analysis in terms of product, price, communication and channel strategies. Also, this article aims to clarify factors which Direct Publishing could realize the continuous customer purchasing in the marketing aspect and suggest application of those factors to general business which has limit in customer purchasing.

1 はじめに

教育市場の特性の一つとして顧客取引の有期性が挙げられる。資格取得や学校卒業など

の目的が達成されると顧客との取引は終了してしまうため、顧客との継続的取引を売上の主とするビジネス（通信回線、携帯、ガス、美容室など）と比較し、より新規の顧客の獲得が重要視される市場である。本稿では、資格取得や学校卒業など目標達成までの期間に期限を有しており、比較的短期間で取引が完了し、以後顧客との取引が生じることが少ない顧客取引を「有期性のある顧客取引」とし、目的達成までの期間に期限が設けられていない半永続的な顧客取引ないしは比較的長期的な顧客取引を「継続的な顧客取引」と定義することとする。

本稿では、教育市場における有期性のある顧客取引という特性に反して、顧客との継続的な取引を通じ売上が拡大しているダイレクト出版株式会社を取り上げる。ダイレクト出版を取り上げる理由としては、独自のマーケティング戦略をとることで顧客取引に有期性のあるビジネスモデルから顧客取引が継続的なビジネスモデルに転換できているのではないかと考えられ、他の業界においても同様にマーケティング戦略を見直すことで適用が可能であると考えたためである。

ダイレクト出版がどのような顧客をターゲットにし、どのような価値の創造・伝達・提供のプロセスを通じ売上が拡大しているのかを分析・評価した上で、顧客との継続的な取引を可能にしている要因を明らかにする。

本稿の前半ではダイレクト出版の企業概要やマーケティング戦略の展開状況、eラーニング市場のマーケティング環境をまとめた上で、後半ではマーケティング理論・フレームワークを活用したダイレクト出版のマーケティング戦略の分析・評価と継続的な顧客取引への転換要因をまとめることとする。

2 企業の概要

ダイレクト出版の創業者小川忠洋は1976年に生まれ、大学は大阪大学物理学部宇宙地球学科を卒業している。大学を卒業後、現在とは異なる会社を起業し成功を収めた。その後、ダイレクトレスポンスマーケティングの世界的権威であるダン・ケネディにビジネスを学んだ。当時ダイレクトレスポンスマーケティングは日本で十分に認知されていなかったことから、ダイレクトレスポンスマーケティングのノウハウを国内に広めることを目的としダイレクト出版を2006年5月に創業した。

ダイレクト出版は本社を大阪に置く、従業員数169人（グループ連結）、売上高13.1億円の非上場企業である。



(出所)ダイレクト出版より許可を得て掲載

写真1 ダイレクト出版のイメージ

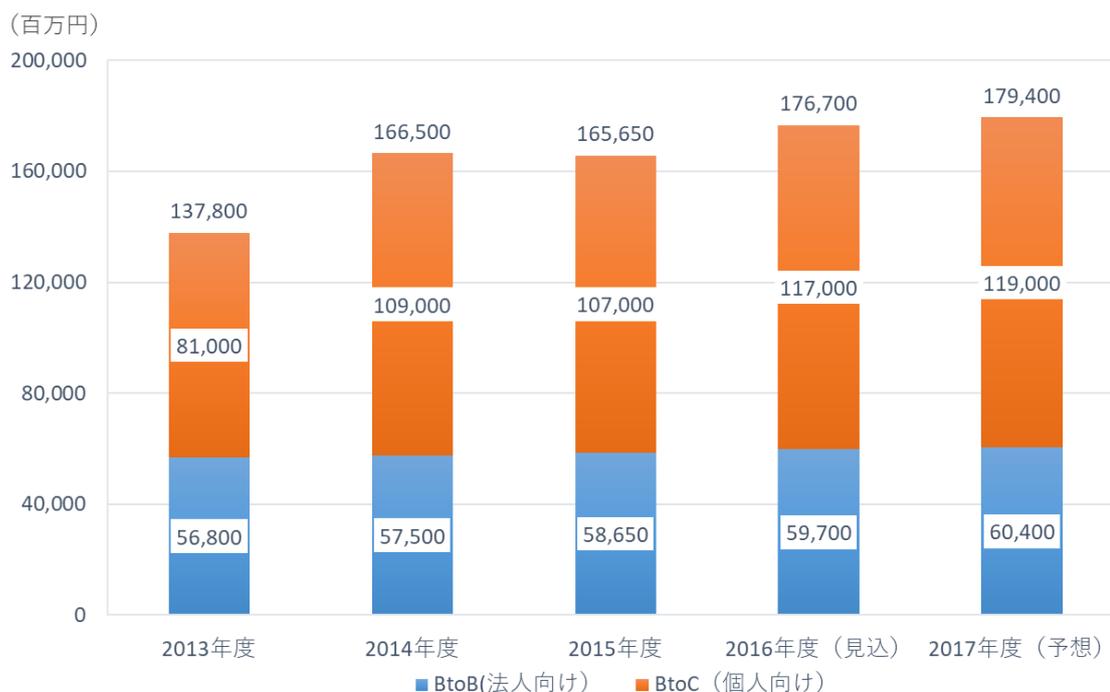
現在、マーケティング部門（経営者や起業志望者を対象としたマーケティングや自己啓発、起業論などのコンテンツ提供）、投資部門（個人投資家を対象とした投資情報のコンテンツ提供）、自己啓発部門（ビジネスパーソンを対象とした自己啓発や英語などのコンテンツ提供）、出版部門（経営者や起業志望者を対象とした洋書の翻訳出版）の計4部門で事業が行われているが、主力となる事業領域は、マーケティング部門と出版部門である（本稿で取り扱う対象はマーケティング部門と出版部門）。当事業領域（マーケティング部門と出版部門）において特徴的な点としては、海外の著明な経営者やセールスライターによって出版されたマーケティングや自己啓発、起業論をテーマにした洋書の翻訳書を国内で独占的に出版・販売できる契約を取り交わし通信販売を行っている点や海外のノウハウをデジタルコンテンツ化しオンライン講義という形式で販売している点が挙げられる。

関連会社には株式会社経営科学出版，株式会社インベストメントカレッジ，株式会社ケネディ・コンサルティングがあり，主に情報コンテンツの制作・販売が行われている。また，フランクリン・コヴィー・ジャパン株式会社，Gazelles Growth Institute，American Writers & Artists Inc. などの法人やダン・ケネディ，ロイス・クルーガー，神田昌典などの個人をパートナーとして洋書の翻訳出版と情報コンテンツの開発が行われている。 123456

3 マーケティング環境

3.1 市場

e ラーニング市場の市場規模は BtoB 市場， BtoC 市場いずれに関わらず年々増加傾向にあり， 2016 年度では前年度比 106. 7%の 1767 億円（BtoB 市場は 597 億円， BtoC 市場は 1170 億円）の市場規模までに成長している（図 1）。



(出所) eラーニング市場に関する調査を実施(2017年) 矢野経済研究所 https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/1677 をもとに著者作成

図1 eラーニング市場の市場規模推移⁷

市場規模が拡大している理由としては、教育業界大手のeラーニング市場の参入や学び直し意識の向上、無料で利用できるスマートフォンアプリの増加、ICTの急速な進化、スマートフォン普及率の増加などが挙げられる。⁸

3.2 競合

経営者や起業志望者を顧客対象に含むオンライン学習サービスとしては **Schoo**、グロービス学び放題、**Udemy** が挙げられる。^{9,10} **Schoo** は無料でも利用できるが有料プランは月額980円で、WEBデザイン、プログラミング、ビジネススキル、マーケティング、英語など幅広いコンテンツを扱っている。講師への相談可能な点、講師や他の受講生ともコミュニケーションがとれる点が特徴的である。

グロービス学び放題は年間プランであれば1万9602円の料金で全ての配信コンテンツを利用可能で、思考法、経営戦略、マーケティング、会計、財務などMBAで学習するコンテンツを扱っている。ユーザー限定のイベントや勉強会に参加できる点が特徴的である。

Udemy は買い切りタイプの料金体系(1万円~3万円の価格帯が中心)をとっており、ビジネススキル、デザイン、写真、開発、マーケティング、IT、ソフトウェアなどのコンテンツを扱っている。世界的に有名なオンラインサービスであるが、日本ではベネッセと業務提携を行い日本語版の講座の充実化を図っている。他のサービスと比較して圧倒的にコン

テンツ量が多い点（10 万以上のコンテンツ）が特徴的である。

4 マーケティング戦略の概要

本章では、ダイレクト出版で実際に行われているマーケティング戦略について「ターゲット」、「製品戦略」、「価格戦略」、「コミュニケーション戦略」、「チャネル戦略」についてまとめることとする。

4.1 ターゲット

年齢や性別、業界を問わず年商 10 億円未満の経営者や個人事業主、起業志望者を主なターゲットにしている。

4.2 製品戦略

出版部門では起業論、マーケティング論、自己啓発をテーマに様々な翻訳書が出版されている（通信販売）。尚、製品（本）については独占販売権の取り交わしにより、ダイレクト出版を通してのみでしか国内では販売されていない。

マーケティング部門では起業論、マーケティング論、自己啓発をテーマとしたオンライン講座を開発している。ダイレクト出版の主力商品であるコピーライター養成講座ではダイレクト出版独自の認定制度を設けている点が特徴的である。

4.3 価格戦略

出版部門で出版されている本は同業他社と比較すると比較的高く 2980 円～5000 円の価格帯で販売されている（2980 円が中心）。定期購読の場合、年間 2 万 9800 円で購読可能で、特典として「返品可能」「電子書籍付」の付帯サービスが付く。

オンラインの通信講座は 2980 円～22 万 9300 円の価格帯で販売されているが、主力の通信講座（コピーライター養成講座）の価格は 19 万 9800 円である。オフラインのセミナーは無料で提供されることが多い。

4.4 コミュニケーション戦略

狭義のデジタルマーケティングをメインに展開されており、無料会員の獲得を目的とし Google 広告や SNS 広告、アフィリエイト広告などのデジタル広告を活用し認知の拡大と会員獲得を行っている。また、無料会員に対しては定期的にメール DM にて売上拡大に関する情報発信を行い、WEB サイトや動画、ポッドキャストなどを活用し有料商品の価値伝達が行われている。

コミュニケーション戦略における優れた点は、インターネットにおける安価なリード獲得とデジタルコンテンツによる効果的な価値伝達である。デジタルマーケティングのコス

トは4マス広告と比較しコストが低だけでなく、ターゲットを絞ったアプローチが可能であるため、無料会員を低価格で獲得することができる。また、マーケティングに関する本の出版やオンライン講座の開発を行っていることから、マーケティングのノウハウが蓄積されているため、他社と比較して効率的な集客を可能にしている。

デジタルコンテンツにおいては、主にWEBサイト・動画・ポッドキャストを駆使し価値伝達が行われているが、徹底した作りこみがされているため、効果的に価値伝達を行っている。また、セミナーや相談会などのオフラインで多くの見込顧客に価値伝達を行うためには多くの人員と時間を要するが、デジタルコンテンツ化により価値伝達のコストを抑えることができている。

このように、自社で蓄積されるノウハウを活用し、低コストでかつ効果的に価値伝達を行っている点が当社のコミュニケーション戦略の強みである。

4.5 チャネル戦略

卸や小売を通さず通信販売のみで価値提供が行われている。新規顧客の獲得は主に無料会員に対する「メールDM」によって展開される。メールDMにより興味・関心を醸成し、チャネルであるWEBサイトで販売が行われている。

5 マーケティング戦略の分析・評価

本章ではマーケティング理論及びフレームワークを用い、成功要因の整理を行うことと合わせてダイレクト出版のマーケティング戦略の分析・評価の結果をまとめることとする。

5.1 評価1：外部要因と内部要因の適合性

内部要因の強みである「海外のノウハウ」、「独占契約」、「権威とのパートナーシップ」を生かし、外部要因の脅威における「海外企業の参入」、「大企業による同質コンテンツの販売」を払拭しつつ、「中小企業の売上に対する課題意識の高さ」、「起業家育成意識の高まり」を外部要因の機会とし、「売上志向性の高いコンテンツ」、「実践的コンテンツ」の強みを生かすことで自社の戦略の有効性を高めているといえる（図2）。

	プラス要因	マイナス要因
内部要因	強み <ul style="list-style-type: none"> ・海外のノウハウ ・独占契約 ・売上志向性の高いコンテンツ ・実践的コンテンツ ・権威とのパートナーシップ 	弱み <ul style="list-style-type: none"> ・売上規模が小さい ・従業員が少ない ・資本が少ない
外部要因	機会 <ul style="list-style-type: none"> ・中小企業の売上に対する課題意識の高さ ・デジタル技術の発達 ・副業解禁 ・起業家育成意識の高まり 	脅威 <ul style="list-style-type: none"> ・新規参入の容易性 ・同業の競合増加 ・海外企業の参入 ・大企業による同質コンテンツの販売

図2 ダイレクト出版のSWOT分析（著者作成）

また、2006年より長きに亘って事業を行っていることや、無料会員獲得による顧客の囲い込みも参入障壁を築く一つの要因として考えられる。このように外部要因・内部要因間で適合性を持たせている点がダイレクト出版のマーケティング戦略の一つの成功要因であると分析・評価できる。

5.2 評価2：ターゲティング・ポジショニングとサービスの適合性

セグメンテーションについては横軸を経営者・被雇用者、縦軸を従業員数が多い・従業員が数少ないで市場をセグメントすると、ダイレクト出版は「経営者・従業員数が少ない」という領域の顧客をターゲットにしている（図3）。社会人の教育領域において競合となるSchooやグロービス学び放題も対象とするターゲット領域ではあるが、ダイレクト出版ではターゲットを絞り込んでいる点が特徴的である。

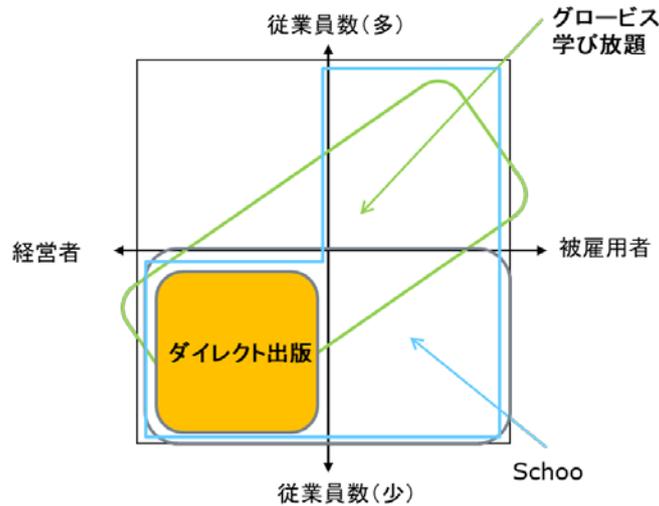


図3 ダイレクト出版のターゲティング (著者作成)

ポジショニングについては横軸を売上志向性(高)・売上志向性(低), 縦軸を実践的・学術的とすると, ダイレクト出版は「売上志向性(高)・実績的」という領域にポジショニングをとる(図4). 特に, 売上志向性(高)・実績的領域に特化したコンテンツを提供していることが Schoo とグロービス学び放題との大きな違いである.

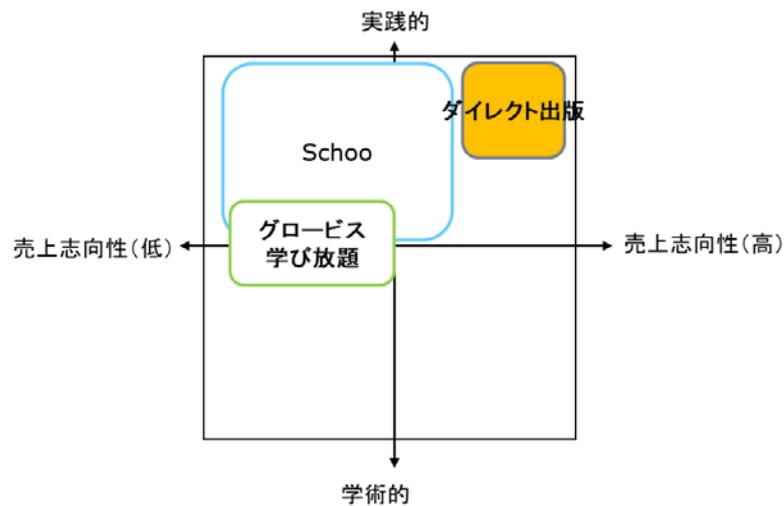
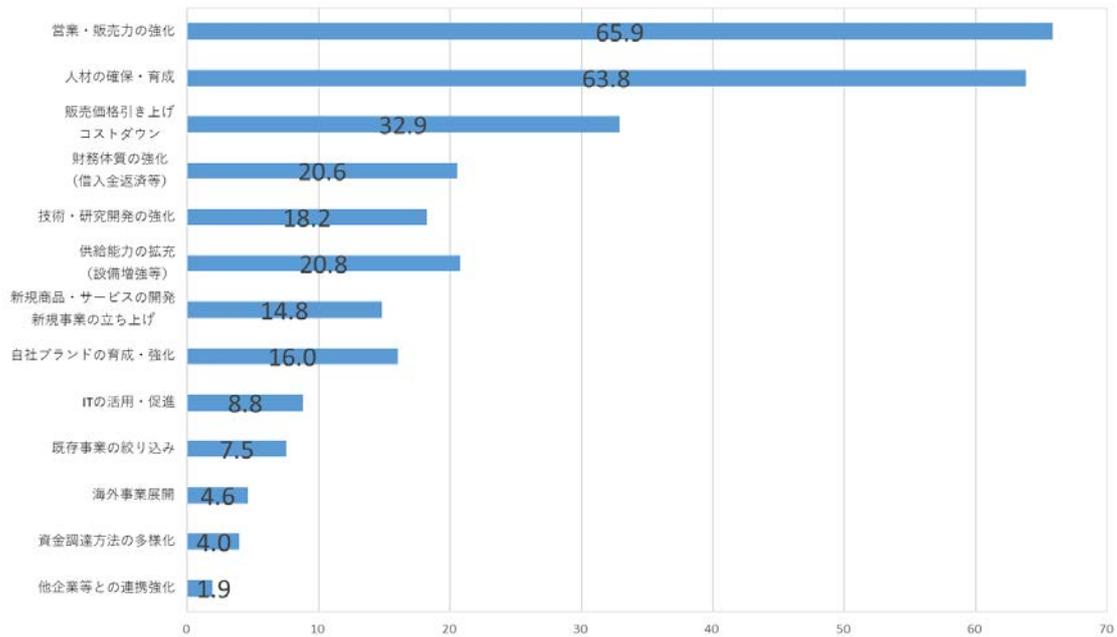


図4 ダイレクト出版のポジショニング (著者作成)

ダイレクト出版のマーケティング戦略を顧客とサービスの観点でみると「中小企業の経営者や個人事業主, 起業家志望者を顧客対象とし, 売上志向性の高い実績的なノウハウを提供している」と捉えられるが, ここでの重要な点は「中小企業の経営者や個人事業主」の一番の関心ごととは何かという点である.

中小企業の経営者が一番注力している項目は「営業・販売力の強化」つまり売上である(図

5). また、売上を拡大するために理論的な知識以上にすぐ実践で生かせる知識が求められる傾向にある。以上より、対象顧客と商品のポジショニングの適合性がとれている点がダイレクト出版のマーケティング戦略の一つの成功要因であると分析・評価できる。



注1：最大3つまでの複数回答のため、合計は100%を超える。

注2：次年度における経営基盤強化に向けて注力する分野の3年分のデータの平均。

注3：期間は2018年～2020年。調査の母数は2018年は532、2019年は544、2020年は519。

2019年の中小企業の景況見通し https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/c3_1912.pdf をもとに著者作成

図5 経営基盤の強化に向けて注力する分野¹¹

5.3 評価3：4P分析による戦略の相互整合性

ダイレクト出版の製品戦略の特徴としては「海外の権威が提唱する売上拡大に関する実践的なノウハウ」とコア機能についても無競争と比較して差別化されているが、その他、製品の「形態」と「付帯機能」についても特徴がみられる（図6）。

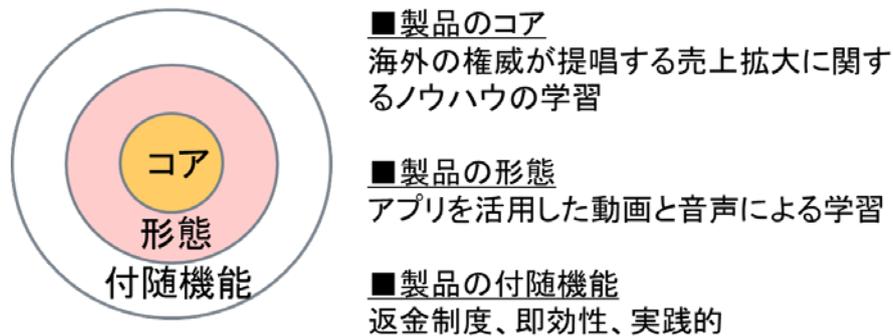


図6 ダイレクト出版の製品の概念 (著者作成)

社会人の学習に求められることの一つとして「手軽性」が挙げられる。¹²基本、社会人は忙しいため、「いつでもどこでも学べる」ことが求められている。このような消費者ニーズに対し、アプリという製品形態により「いつでもどこでも」を実現している。また、本とオンライン講座のいずれにおいても「音声」による学習が可能のため、歩きながらも通勤中でも学習が可能である。このように製品の形態を差別化することにより競合サービスとの違いを生み出している。

不随機能として「返金制度」、「即効性」、「実践的」という要素が挙げられる。実際に利用してみて不要と思えば返金されるため顧客の利便性が高まる。また、実際に学んだことが実践的である点は顧客に対してのメリットといえる。なぜならば、顧客が求めることは「現場で売上が上がることに直結すること」であるためである。また、サービスの特徴として、他社サービスと比較して比較的短い期間で効果の出るノウハウが身に付けられる点が挙げられる。このように、顧客動向にあわせサービスを提供し続けている点がダイレクト出版のマーケティング戦略における一つの成功要因である（ターゲットと製品戦略の整合性）。

価格戦略については、本においてもオンライン講座においても料金は比較的高めに設定している。料金が高価格でも売れる理由としては、製品戦略における「売上志向性の高さ」、「実践的ノウハウ」、「海外で成功した権威による情報」、「返品可能」やチャンネル戦略における「独占販売」による希少性で価格の妥当性を構築している（製品戦略と価格戦略の整合性、価格戦略とチャンネル戦略の整合性）。

ダイレクト出版のコミュニケーション戦略における特徴的な点は「デジタル中心」、「無料会員の獲得」、「役立つ情報」、「定期的情報発信」である。デジタル広告により無料会員を獲得し、獲得した無料会員（見込み客）に対し、売上拡大のために役に立つ情報を無料で定期的に情報発信（メールDM）することで、製品や企業が提供する価値を伝達し、「売上を上げるために独自のノウハウを身に付けること」に対して共感を得る。共感した見込み客はメールコンテンツ以上のノウハウを獲得するために有料の商品を購入する。商品を購入した顧客には無料会員とは異なる情報を発信することで、オンライン講座や本の定期購読の購

入に結び付ける。また、購入した顧客に対してはオフラインの月刊誌の購読（無料）やオンラインでの交流会の案内を行うことでさらなる顧客のファン化が行われる。また、本については、毎月定期的に届けることで継続的な関係性を生み出している点が特徴的である。

チャンネル戦略においては、独占販売・通信販売という特徴があるが、希少性やどこにいても購入ができる点で有効的である。また、流通における中間マージンの削減による価格への転嫁や、直接販売によるブランドコントロールの点でも有効的である。製品戦略の特性上、いかに製品のブランド価値を維持できるかが重要であるため、チャンネル戦略にフォーカスを当てた場合についてはコミュニケーション戦略と整合性がとれているといえる。

まとめると、中小企業や個人事業主の売上に対する課題意識の高さというマーケティング環境を機会と捉え、「中小企業の経営者、個人事業主、起業家志望者」を顧客ターゲットとし、独自の売上志向性の高い実践的なノウハウ（本・オンライン講座）を（価値創造）、デジタルコミュニケーションにより価値を伝達し共感させ（価値伝達）、共感した見込み客に対し通信販売で商品を販売している（価値提供）といえるが、各要素・戦略間で整合性がとれている点でダイレクト出版のマーケティング戦略がうまく機能しているといえる（図7）。

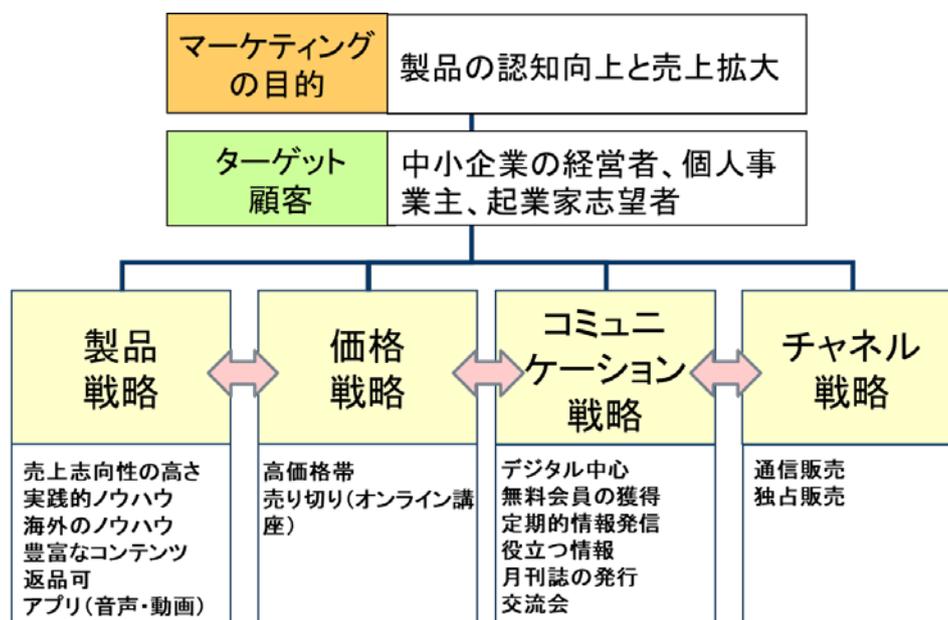


図7 ダイレクト出版の4P分析（著者作成）

5.4 評価4：製品概念と顧客ニーズの拡張による継続的な顧客取引の実現

ダイレクト出版が提供しているオンライン講座は「セールスライティング」、「新しいビジネスの構築方法」、「仕事術」などをテーマに売上拡大に関するコンテンツが多数提供されている。「売上の拡大に終わりが無い」という点が他の教育コンテンツとの違いといえる。

そのため、ダイレクト出版が提供する価値は「セールスライティング講座」、「新しいビジ

ネスの構築方法講座」というように単一で捉えるのではなく、「売上拡大のための講座」というように各講座を総合的にとらえている点が継続的な顧客取引を実現する一つの要因であると考えられる。なぜならば、売上拡大を目的とするのであれば、一つの手法のノウハウ獲得だけでは不十分であり、かつ時代により効果的な売上拡大の方法は異なるため、学習し続けることが必要であるためである。このように、「売上拡大」というコンテンツに「学習の継続性」という特性が組み込まれて入る点が特徴的である。

単体のサービスから総合的な「売上拡大のためのサービス」に、単体の商品を求める顧客から「売上を上げ続けたい経営者、自営業者、起業家志望者」に製品と顧客（ニーズ）を拡張させ、ターゲットと製品の適合性を生み出している点が継続的取引を実現する要因であると捉えられる（図8）。

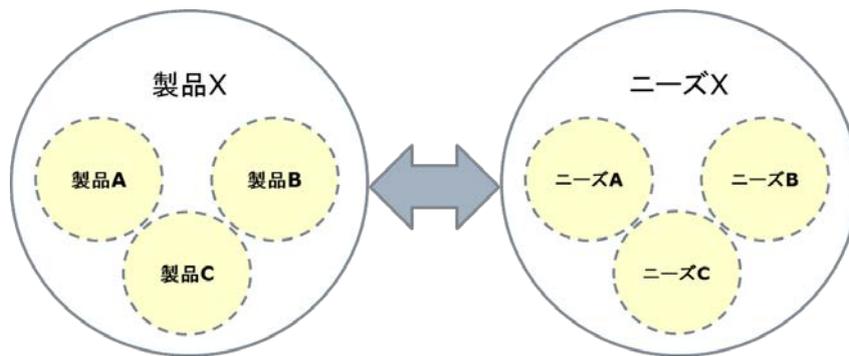


図8 製品・ニーズの拡張と適合性（著者作成）

5.5 評価5：顧客のファン化・コミュニティ化による継続的な顧客取引の実現

共感を軸に顧客を創造し、オフラインで行われる交流会を通し企業・顧客間コミュニティを形成し価値の伝達がより深く行われている（顧客のファン化・コミュニティ化）。また、企業・顧客間コミュニティを通して得られる情報を、主にパートナーとの企業間コミュニティを通じて新しいサービスを開発し顧客に提供している。つまり、一種のコミュニティ型マーケティングのフレームワークに沿ったマーケティング戦略であるともとらえられる。

このように顧客をファン化させ継続的にコミュニケーションを図っている点が継続的取引を実現する要因であると捉えられる。

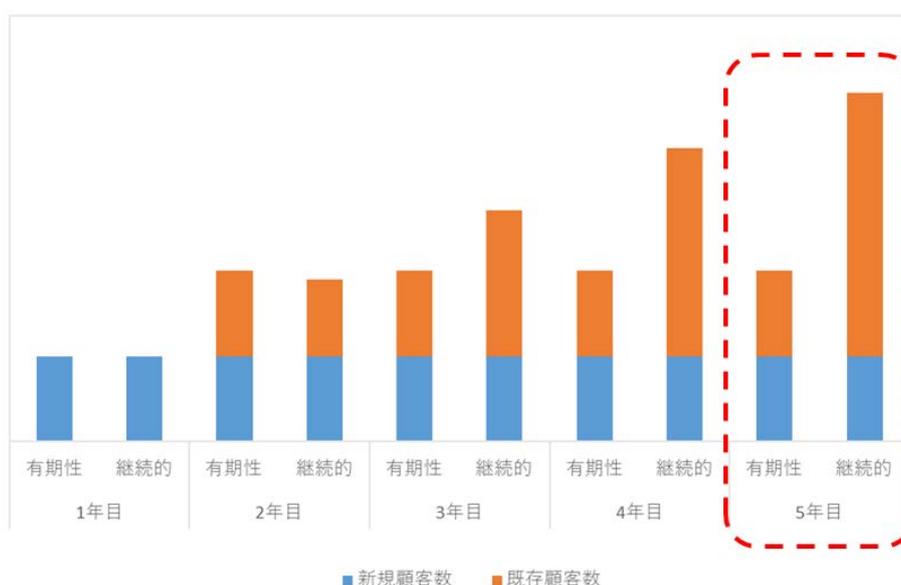
5.6 評価6：継続的なビジネスモデルへの転換による売上拡大

教育市場では常に顧客取引がある一定の期間で終わってしまうため、売上を拡大するためにはひとつのサービスでより多くの顧客を獲得することや、単価を引き上げること、サービス拡充による別ジャンルの顧客を獲得することが求められる。例えば、資格の取得であれば、開校講座の受講生の増加、授業料の引き上げ、対象となる資格の講座数の増設などが挙げられる。料金が同一である場合、売上を拡大させるためには、常に新規顧客数が解約者数

(資格取得者)を上回らなければいけない。事業を拡大させるためにも、新規の顧客獲得をいかに増加させられるかが事業経営における大きな課題となる。

図9は新規顧客数を同一とした場合に、顧客取引に有期性のあるビジネスモデルと顧客取引が継続的なビジネスモデルとで、時間経過と共にどれくらい顧客数に違いが表れるのかを示したイメージ図である。顧客取引に有期性がある場合の取引期間を2年とし、顧客取引が継続的な場合については解約率を10%とした時の顧客数の推移を表しているが、5年目の顧客数を比較すると大きな違いがみられる。以上より、解約率が高い場合には本稿における「継続的な顧客取引」の定義に反するため、顧客取引が継続的なビジネスモデルに転換することで、顧客取引に有期性のあるビジネスモデル以上に売上を拡大できる可能性があることがわかる。

ダイレクト出版は製品とニーズを拡張し適合性を確立することと顧客のファン化・コミュニティ化により、顧客取引に有期性のあるビジネスモデルから顧客取引が継続的なビジネスモデルに転換することで、教育市場における他社と比較しより効率的な経営が行われている結果、業績が飛躍しているのではないかと考えられる。



注1：顧客取引に有期性のあるビジネスモデルを「有期性」と、顧客取引が継続的なビジネスモデルを「継続的」と略して表記。
 注2：新規の顧客数は毎年一定数とする。
 注3：「有期性」の顧客取引期間は2年間。
 注4：本稿では「継続的な顧客取引」を比較的長期的な顧客取引と定義するため、「継続的」な場合の解約率については10%で試算。

図9 ビジネスモデルの違いによる顧客数推移のイメージ（著者作成）

5.7 マーケティング戦略の問題点・課題

ダイレクト出版のマーケティング戦略の強みとして、ターゲットと製品戦略を軸とした

マーケティング戦略全体の整合性が挙げられるが、今後現状の強みを維持・拡大し続ける上で、主に製品戦略と外部環境の変化の点で問題点が挙げられる。

継続的な顧客取引を行うには、新しいコンテンツ（製品）を常に開発し続けなければいけない。また、新しいだけではなくその時代で有効的なノウハウでなければ継続的な取引が困難となる。このように、顧客取引を継続させるためには製品戦略が重要となるため、有効的なノウハウが日々変化する中、常に有効的なノウハウを開発し続けなければいけない点がダイレクト出版における問題点のひとつとして挙げられる。また、マーケティング戦略のひとつの強みとして製品の希少性が挙げられるが、情報の収集・共有が容易である昨今、いかに競合のノウハウと比較した時の希少性を保ち続けられるかが問題点として挙げられる。以上のように、現在では強みとして挙げられる製品戦略の要素をいかに維持・拡大できるかが今後の課題となる。

次に、外部環境の変化に伴う問題点が挙げられる。現在、ICTの急速な進化に伴いデジタル広告のシステムの進歩が著しい状況である。例えば、インターネット運用型広告シェアの大半を占める Google 広告であれば、AI 技術の進歩に伴い広告の自動化が行われるようになってきており、かつその精度が向上しているため、従来とは異なり広告の運用を行うための学習時間や広告運用に必要とされる時間が極めて短縮化されている。このような技術の進歩はデジタル広告全般で起こっているため、従来と比較し学習時間をかけることなく広告に関する知識・ノウハウが学べる状況となってきており、売上を拡大することが比較的容易になりつつある。時間をかけずに売上が上げられる仕組みが浸透した場合、現在提供しているサービスの需要が著しく減少する恐れがある。このような外部環境に変化に対し、マーケティング戦略を今後の市場環境に合わせて柔軟に適合できるかが今後の課題として挙げられる。

6 おわりに

本稿では、ダイレクト出版のマーケティング戦略の成功要因について「外部要因と内部要因の適合性」、「ターゲティング・ポジショニングとサービスの適合性」、「4P 分析による戦略の相互整合性」、「製品概念と顧客ニーズの拡張による継続的な顧客取引の実現」、「顧客のファン化とコミュニティ化による継続的な顧客取引の実現」、「継続的なビジネスモデルへの転換による売上拡大」の点で分析・評価を行った。結果、複合的な要因によりダイレクト出版のマーケティング戦略が成功していることがわかった。また、継続的な顧客取引を行うためには製品概念と顧客ニーズの拡張、顧客のファン化・コミュニティ化という要因が重要であることがわかった。

本稿の着眼点の一つに、マーケティング戦略による「顧客取引に有期性のあるビジネスモデル」から「顧客取引が継続的なビジネスモデル」への転換が挙げられる。本稿で示される継続的なビジネスモデルへの転換要因を適用することで、有期性のある一般的なビジネス

モデルにおいても顧客取引が継続的なビジネスモデルへの転換が図れるのではないだろうか。例えば、ビジネススクールであれば、ターゲットを「MBAを取得したい人」から「ビジネスパーソンとして成長し続けたい人」に、サービスを「MBA取得のためのカリキュラム」から「ビジネスで成長し続けるために必要なノウハウ」に拡張し適合性をもたせ、学生の学校に対する帰属意識を高め（ファン化）、頻繁にコミュニケーションをとること（情報発信、交流会、勉強会など）で一定数の顧客との継続的な取引は可能になるのではないだろうか。

また、資格取得サービスであれば「特定の資格を取得したい人」から「ビジネスパーソンとして成長し続けたい人」に、サービスを「特定の資格を取得するための講座」から「顧客のキャリアプランにあわせた講座」に拡張し適合性をもたせ、提供サービスにおけるファン化を行い、頻繁にコミュニケーションをとること（キャリアカウンセリング、情報発信、交流会など）で一定数の顧客との継続的な取引は可能になるのではないだろうか。

本稿の分析は事例研究により行われたが、顧客取引が継続的なビジネスモデルへの転換の要因として挙げた「製品概念と顧客ニーズの拡張」と「顧客のファン化・コミュニティ化」の要因が、定量的・定性的な視点での分析が不十分なため、必ずしもダイレクト出版の継続的なビジネスモデルへの転換要因になっているとは言い難い。同様に継続的なビジネスモデルへの転換により、売上にどの程度影響があるのかが明らかにされていないため、必ずしも継続的なビジネスモデルへの転換が有効的であるとは言い難い。また、継続的なビジネスモデルへの転換要因については、マーケティング戦略における要因以外にも他領域においても存在すると考えられるため、より幅広い領域を含む分析が必要である。

これらの論点を踏まえ、定性的・定量的分析を行い顧客取引が継続的なビジネスモデルへの転換要因と、ビジネスモデル転換による業績への影響を明らかにしていくことについては今後の課題としたい。

本稿を作成するにあたり、宮副謙司教授、Kang Myungsuk 氏に有益なコメントをいただいた。また、ダイレクト出版株式会社から写真の提供と許可をいただいた。ここに記し、感謝申し上げます。また、当然のことながら、本稿における誤りは全て筆者らの責に帰するものである。

(参考文献)

ダイレクト出版株式会社(2016) 『The Response Magazine』 49

日本経済新聞社(2014)「オンライン学習のスクー、スマホで起業家教育、授業にリアルタイム参加。」『日経産業新聞 2014年1月15日』, p.1

日本経済新聞社(2015)「法人向け講座、動画配信、スクー、ネット技術など。」『日経産業新聞 2015年2月10日』, p.3

日本経済新聞社 (2019a) 「教育×AI＝個別指導が進化——講師不足・少子化で閉塞感.」, 『日本経済新聞朝刊 2019年4月13日』, p.11

日本経済新聞社 (2019b) 「スタートアップ倍増へ, 政府, 拠点都市で規制緩和.」, 『日本経済新聞朝刊 2019年6月11日』, p.4

日本経済新聞社 (2019c) 「副業ノウハウ動画配信, エンファクトリーとスクー (STARTupX)」, 『日経産業新聞 2019年7月2日』, p.1

日本経済新聞社 (2019d) 「学び直し, 広がる選択肢——公開講座や動画で受講 (Biz ワザ)」, 『日本経済新聞夕刊 2019年8月27日』, p.2

(参考 HP)

UNIONNET WEB 担当者の活用帖【ナレッジ・デポ】【ゼロから Web 制作を学ぶ】オンライン学習サービス 10 選 <https://www.unionnet.jp/knowledge/online-learning/> (2020年1月23日閲覧).

Wantedly ダイレクト出版株式会社 <https://www.wantedly.com/companies/d-publishing> (2020年1月23日閲覧).

Wikipedia ダイレクト出版 <https://ja.wikipedia.org/wiki/ダイレクト出版> (2020年1月23日閲覧).

株式会社ファンオブライフ 転職お役立ちコラム eラーニングの市場規模は? 今後の動向・予測は? <https://www.funoflife.co.jp/magazine/archives/186> (2020年1月23日閲覧).

株式会社矢野経済研究所 eラーニング市場に関する調査を実施 (2017年) https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/1677 (2020年1月23日閲覧).
教育業界で利用が広がる eラーニング | 教育産業市場の動向と共に解説します! | 発注業者比較なら【アイミツ】 <https://imitsu.jp/matome/elearning/1217171679124606> (2020年3月21日閲覧).

経済産業省 理工系人材を中心とする産業人材に求められる専門知識分野と大学等における教育の状況に関する実態調査 https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000601.pdf (2020年3月21日閲覧).

資金調達プロ ダイレクト出版は, ビジネスパーソンの中で人気の出版社? <https://shikin-pro.com/guide/11442> (2020年1月23日閲覧).

ダイレクト出版株式会社 <https://www.d-publishing.jp/> (2020年1月23日閲覧).

日本政策金融公庫 2019年の中小企業の景況の見通し https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/c3_1912.pdf (2020年1月23日閲覧).

ビジネス心理学 起業・副業の能安生と心理学のサイト ダイレクト出版のまとめ | 評判から解約, おすすめの本やアフィリエイトまで <https://biz-shinri.com/direct-publishing-9037> (2020年1月23日閲覧).

毎日更新 小川忠洋 公式サイト 自己紹介 <http://www.ogawatadahiro.net/profile/>
(2020年1月23日閲覧).

1 ダイレクト出版株式会社 <https://www.d-publishing.jp/> 参考 (2020年1月23日閲覧).

2 Wikipedia ダイレクト出版 <https://ja.wikipedia.org/wiki/ダイレクト出版> 参考
(2020年1月23日閲覧).

3 ビジネス心理学 起業・副業の能安生と心理学のサイト ダイレクト出版のまとめ | 評判から解約, おすすめの本やアフィリエイトまで <https://biz-shinri.com/direct-publishing-9037> 参考 (2020年1月23日閲覧).

4 Wantedly ダイレクト出版株式会社 <https://www.wantedly.com/companies/d-publishing> 参考 (2020年1月23日閲覧).

5 資金調達プロ ダイレクト出版は, ビジネスパーソンの中で人気の出版社?
<https://shikin-pro.com/guide/11442> 参考 (2020年1月23日閲覧).

6 毎日更新 小川忠洋 公式サイト 自己紹介 <http://www.ogawatadahiro.net/profile/>
参考 (2020年1月23日閲覧).

7 教育業界で利用が広がるeラーニング | 教育産業市場の動向と共に解説します! | 発注業者比較なら【アイミツ】 <https://imitsu.jp/matome/elearning/1217171679124606>
参考 (2020年3月21日閲覧).

8 株式会社矢野経済研究所 eラーニング市場に関する調査を実施 (2017年)
https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/1677 参考 (2020年1月23日閲覧).

9 日本経済新聞社(2015)「法人向け講座, 動画配信, スクー, ネット技術など」, 『日経産業新聞 2015年2月10日』, p.3

10 日本経済新聞社(2014)「オンライン学習のスクー, スマホで起業家教育, 授業にリアルタイム参加」, 『日経産業新聞 2014年1月15日』, p.1

11 日本政策金融公庫 2019年の中小企業の景況の見通し
https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/c3_1912.pdf 参考 (2020年1月23日閲覧).

12 経済産業省 理工系人材を中心とする産業人材に求められる専門知識分野と大学等における教育の状況に関する実態調査
https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000601.pdf 参考 (2020年3月21日閲覧).

投稿論文執筆要綱附則

- (1) 文字フォントはMS 明朝体を使い，論文タイトルは16pt，見出しは，章については12pt，節は11pt，本文は10.5ptを用いてください。ただし，タイトルは邦文の論文の場合，邦文タイトルに続いて，英文タイトルも記述してください。
- (2) 邦文の論文の場合，日本語の執筆者名，および，ローマ字での執筆者名を12ptで記述して下さい。
- (3) タイトル，執筆者名に続いて400字以内の邦文要旨、および250語以内の英文の要旨をつけて下さい。
- (4) 文章の句読点は「，」と「．」を使ってください。また，特殊文字（メール等で文字化けの可能性のある文字），たとえば①②等はいないようにして下さい。
- (5) 漢字，ひらがな，カタカナ以外（アルファベット，数字，/等）は，半角で入力して下さい。
- (6) 数式の変数は可能な限りイタリックで表示してください。ただし，exp, log, lim等と数字，大文字のギリシャ文字は立体を用いて下さい。また，∴∵∀∃などの略号はできるかぎり使わずに言葉で表現してください。数式番号は(1)，(2)・・・のようにカッコ付きの通し番号とし，数式の右側に配置して下さい。
- (7) 本文を章や節に分ける場合は，以下の例のような表記方法に従って下さい。(1)，(2)・・・①，②・・・などはいないようにお願いします。

例： 1 はじめに
2 これまでの研究
2.1 理論
2.2 実証
2.2.1 日本
2.2.2 米国
・・・

- (8) 注は論文の最後にまとめ，本文の挿入該当箇所に下記のように肩付の通し番号を付けて下さい。
詳しくは注を参照³。
- (9) 引用文献は下の例に倣って作成し，本文や注の後にまとめて下さい。また記載の方法については以下の規則に従ってください。
 - (a) 日本語文献，外国語文献の順。
 - (b) 日本語文献は，姓の「あいうえお」順。
 - (c) 外国語文献は，Family Name の「アルファベット」順。

- (d) 同一著者の場合は「発表年」順，同一年に発表された論文が複数ある場合は，発表年の後に a, b, c・・・を付けて区別してください。たとえば (1985a), (1985b) など。

引用文献の書き方の例

小林孝雄 (1991), 「株式の理論価格：現代ポートフォリオの視点」『証券アナリストジャーナル』 29(5), 1-11.

福田祐一, 齊藤誠 (1997), 「フォワード・ディスカウント・パズル：展望」『現代ファイナンス』 1, 5-18.

米澤康博, 丸淳子 (1984), 『日本の株式市場』東洋経済新報社.

Modigliani, F., and E. Perotti (2000), "Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection," *International Review of Finance* 1(2), 81-96

Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Oxford University Press

補足説明

- ・ 第 29 巻第 5 号は'29(5)'と表現し，巻がなく通号だけの雑誌の場合，たとえば第 1 号は'1'とだけ表現してください（書き方の例の小林論文と福田/齊藤論文がそれぞれに対応）．英文についてもこれに準じてください．
- ・ 巻号あるいは通号の表記がない雑誌で，季節(夏, Fall 等), 月(1月, June 等), 日付等が記載されている場合には，それを雑誌名の後に記してください．ただし，巻号，あるいは通号のある雑誌については不要です．雑誌以外の引用文献（たとえば新聞等）もこれに準じてください．
- ・ 巻号，通号，季節/日付等の記載のない引用文献については，必要と思われる情報を適宜引用文献名の後に記して下さい．
- ・ ディスカッション・ペーパー等を引用する場合もこれに準じて必要な情報を記して下さい．
- ・ 雑誌などを引用する場合には，書き方の例に倣ってページ数を最後に記して下さい．'ページ', 'p.', 'pp.'等の表記は不要です．
- ・ 単行本については上記の例のように出版社を明示してください．

- (e) 本文中や注で引用する場合は，著者名(発表年)として下さい．例えば，小林 (1991) , Shleifer (2000) など．また共同論文を引用する場合は著者名の間日本語文献では『・』外国語文献では著者名の間を『and』を入れてください．たとえば，米澤・丸(1984), Modigliani and Perotti(2000)など．執筆者が三名以内のときはすべての著者名を列挙し，三名を超える場合には適宜 'et al.' あるいは「・・・他」を用いて下さい．

- (10) 図表は見やすく整理し，必要最低限に絞るようお願いします．

- (a) 図表は図と表に分けて通し番号を付け，次の例のようにそれぞれ表題を記して下さい．表の縦罫線ははずして下さい．また本文中に挿入して下さい．

例：

表 1 投稿論文の採用状況

年 度	投稿論文数	採録論文数	採択率
1993	15	9	60%
1994	20	11	55%
1995	25	12	48%

(注)年度区分は当初の投稿時点による。

- (b) プリンターから打ち出された膨大な量のアプトプットをそのまま添付することは避けてください。
 - (c) 図は原則として本文中に挿入されたものを使用しますので、そのつもりで作成をお願いいたします。
 - (d) カラー印刷の図表は避けてください。図表は白黒印刷でも識別しやすいように作成してください。
- (11) 誤りを少なくするため、数式についてはできる限り簡潔な表現をお願いします。
- (a) 通常あまり使われない表現や複雑な表現は避けてください。例えば、 $f(x)$ が複雑なときは $e^{f(x)}$ の代わりに $\exp\{f(x)\}$ を用いたり、添え字の添え字などは避けるようお願いいたします。
 - (b) 数式の導出過程や計算プロセスなど長々と記述することのないようお願いいたします。ただし、審査の効率化のため、必要に応じて、省略された導出、計算過程を別紙に記入して添付してください。掲載の際には読者の求めに応じて導出、計算過程を提供する用意がある旨を付記し、要求のあった読者には送付するなどの措置をとっていただければ、なお結構です。
- (12) なお、論文の分量は特に規定を設けておりません。論文の論旨展開上不可欠であれば無理に短くする必要はありません。ただし、編集委員会が冗長だと判断すれば、カットをお願いすることもあります。
- (13) 投稿された論文は採否を問わず返却しません。
- (14) 採録論文の著作権は青山学院大学大学院国際マネジメント学会に属します。
- (15) 論文の電子データは以下のメールアドレスまで添付しておくってください。

IMR@gsim.aoyama.ac.jp

また、そのハードコピーを青山学院大学大学院国際マネジメント研究科合同研究室まで提出してください。

投稿規程

(学会誌の目的)

第1条

国際マネジメントおよびその関連分野の研究を活性化し，発展に資することを目的とする．採録する論文は，国際マネジメントおよびその関連分野の理論，実証，応用に関する邦文あるいは英文の論文とする．

(応募資格)

第2条

学会誌への投稿者は青山学院大学大学院国際マネジメント学会の正会員，学生会員，および修了生会員でなければならない．

(論文の審査および掲載)

第3条

論文の掲載可否については指導教官の許可にもとづき編集委員会がこれを決める．審査結果によっては論文の修正が要請される．

(書式および送付先)

第4条

論文の書式および送付先については論文執筆細則に定める．

令和2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 9 March 2020

An Empirical Study of the Relationship between ESG Information
and the Stock Return Takaaki Yoshino (1)

A Study of Revisions to the UK Stewardship Code 2020
Background of Revisions and Major Revised Contents . . . Junichi Hayashi (31)

(Prize Paper at 2019 Students Prize Paper Contest
in Graduate school of International Management)

Stock Price Response to Announcement of Moving Strike Warrant
. Shunsuke Suzuki (49)

Marketing Strategy Analysis of Direct Publishing, Inc.
: Shift from “Business Model with Limit in Customer Purchasing” to
“Continuous Customer Purchasing” Haruyoshi Omori (66)

