

働きやすい会社のパフォーマンス

山 田 徹 CMA
白 井 健 人 CMA
後 藤 晋 吾

目 次

- | | |
|-------------------|--------------|
| 1. 導入 | 4. 株式パフォーマンス |
| 2. データ | 5. ポートフォリオ運用 |
| 3. 企業属性・財務パフォーマンス | 6. 結論 |

日本経済新聞社が公表する「働きやすい会社」及び「人を活かす会社」ランキングを用いて、働きやすい会社の財務及び株式パフォーマンスを測定した。従業員にとってよい会社が投資家にとってもよい会社になり得るのかという問題意識から、働きやすさと企業の収益性、株式リターンの関係について検証する。パネルデータ分析の結果、ランキング上位にある企業は、将来数年間にわたって収益性と株式リターンが高い傾向があった。ポートフォリオ運用を行うことで、働きやすい会社は投資家にも統計的に有意な株式超過リターンをもたらすことが分かった。

1. 導入

従業員満足度と企業パフォーマンスの関係について正負両面から多くの議論が行われている。企



山田 徹（やまだ とおる）

野村アセットマネジメント(株) 投資開発部 シニア・クオンツ・アナリスト。野村総合研究所入社後、野村証券金融研究所を経て、野村アセットマネジメント(株)に入社、2010年6月より現職。



白井 健人（うすい たけと）

野村アセットマネジメント(株) 運用部クオンツグループ ポートフォリオ・マネージャー。2015年7月より現職。



後藤 晋吾（ごとう しんご）

Associate Professor of Finance, The University of Rhode Island。UCLA (The Anderson School) でMBAとPh.D.を取得後、Univ. of South Carolina (Moore School)、Barclays Global Investors (Active Equity, San Francisco) 勤務を経て現職。Research Affiliates, LLC. と野村アセットマネジメント(株)のアドバイザーを兼務。渡米前は(旧)住友銀行勤務。

業が創出したキャッシュフローを所与として、従業員への分配を増やすと株主や経営者への分配はその分少なくなる。従業員の効用が過大給与か過少労働によって高められるとすると、従業員の効用と株主にとっての企業価値の間には負の関係があるとも考えられる。企業の付加価値が単純労働に依存していれば、経営者は雇用コストを最低限に抑えることで業績向上を図るかもしれない。単純労働であれば従業員の代わりを見つけることはたやすく、企業によっては低廉な労働力を世界に求めることもできる。この場合、企業にとって従業員満足度を高めることの経済的な意味合いは小さい。一方で、企業の付加価値が従業員の知的生産性に依存しているとすれば、従業員満足度を高めることの経済的な意味合いも大きくなる。高い満足度が従業員のモチベーション向上や雇用維持に影響すると考えられるためである。その代表的な例が現在の米国IT産業であろう。高いスキルを持つ従業員を積極的に手厚く報いることで、企業が生み出す莫大な利益を株主、経営者、従業員そして地域社会が共有する。優秀な従業員を雇用し、意欲を高めることで生産性を高められれば、様々なステークホルダーが追加的な経済的付加価値を共有できる可能性がある。

一般に資本主義の下では、経営者は株主の利益のために企業価値最大化を目的とした企業経営が求められる。伝統的なファイナンスの立場から、Jensen [2001] は企業が時価総額を最大化したときに社会福祉も最大化すると論ずる。標準的なポートフォリオ理論からいえば、社会的責任投資のように投資機会に制約を加えることは期待パフォーマンスの低下につながる。一方でステークホルダー理論の立場から、Donaldson and Preston [1995] は株主のみに仕える経営モデルを否定する。Kohn [1993] は経済的な見返りに依存する

人事制度の危うさを論ず。日本の商売道德では古くから「三方よし」という言葉に象徴されるように、目先の自己の利得のみを追わないことが結局は長期的な繁栄につながるとされてきた。

Peloza [2009] は企業の社会的パフォーマンスと財務パフォーマンスの関係について先行研究のサーベイを行っている。ここで社会的パフォーマンスとは、従業員や地域社会など株主以外の幅広いステークホルダーを意識した経営が行われているかどうかを評価する指標である。その結果、学術研究の59%が正、27%が中立、14%が負の関係を報告していると記す。ただ、正の関係であっても概して弱く、因果関係すなわち高い社会的パフォーマンスが高い財務パフォーマンスにつながるのか逆なのかがはっきりしないと付け加える。

曖昧な実証結果が多い中でEdmans [2011] が示した結果は例外的である。Great Place to Work® Instituteが調査しFortune誌に掲載される米国の“100 Best Companies to Work For”（以下、BC）の株式を保有することで統計的に有意な超過リターンが得られると報告した。ここでBCは、従業員へのインタビュー結果を重視して働きやすさが包括的に評価されて選ばれる。Edmans *et al.* [2017] は更に14カ国におけるBCを対象に検証を行い、柔軟な雇用市場を持つ国において米国と同様の結果が得られることを示した。

企業成長や株主分配を考慮せずに、なぜ高い従業員満足度が企業の将来価値を高めることが可能なのだろうか？ この背景にはLev *et al.* [2009] が議論するように、企業が付加価値を生み出す源泉が、有形資産から無形資産へ移行しつつあることが考えられる。経済構造の変化にともない、企業が競争力を高める上で、研究開発、ブランド戦

略、商品デザイン、情報システムの活用といった会計上は資産に分類されない付加価値の重要性が増している。これらの無形資産を生み出す源泉は従業員の知識やスキル、創造性であり、雇用コストを高めて従業員の意欲と生産性を向上させることは、企業にとって効果的な無形資産投資であると解釈できるのではないだろうか。Chan *et al.* [2001] によれば、市場は研究開発費のような現行の会計制度において費用計上される無形資産の価値を正しく評価できない。よって、現在の株価が割安になり、将来の高いリターンを生み出し得る。Edmans [2011] は雇用コストも研究開発費と同様に無形資産への投資と捉えることができると指摘する(注1)。

では、日本において働きやすい職場環境が企業業績や将来の株式価値を高めるのだろうか？ 本稿では、日本経済新聞社（以下、日経）が公表する「働きやすい会社」もしくは「人を活かす会社」ランキングを基にして、働きやすさと企業価値の関係を検証する(注2)。2003年に始まったこの調査は、企業へのアンケート票送付と会社員へのインターネット調査の二つから成る。企業からの回答を会社員による重視度で重み付けすることで各企業の得点を計測する。企業へのアンケート票では、人事制度の有無、休暇の取得実績、従業員のメンタルヘルスケアに関する質問が多い。会社員の重視度が高い項目には、休暇の取りやすさ、労働時間の適正さが挙げられることが多い。

Edmans [2011]、Edmans *et al.* [2017] が使用するBCと比較すると、BCには企業からの依頼

に基づいて従業員の主観的な評価が反映されるという特徴がある。ただ、そもそも投資家向けではないために、特定の業種（米国であれば近年はITやコンサルティング企業）から選ばれる傾向があり、非上場の場合も多い（米国でも07年以降の上場企業は50社に満たない）。Edmans *et al.* [2017] は日本のBCの株式を07～13年まで等金額保有することで有意な株式超過リターンが得られたことを報告するが、BCは東証一部外上場も含めて毎年10～15社の少数から成る。一方の日経調査は、調査対象企業の従業員の意見は直接反映されず、より客観的な評価となる。様々な業種の上場大手企業が上位に名を連ねており、一般の投資家にとって利用しやすいと考えられる。

日経掲載の働きやすい会社の業績、株式パフォーマンスを比較検証し、次のような結果が得られた。働きやすい会社は、同業他社と比較して将来数年間にわたって財務パフォーマンスが高い傾向があり、株式リターンも相対的に高かった。働きやすい会社のポートフォリオリターンをFama-French 5ファクターモデルによって分解すると、バリューと収益性ファクターの両方に統計的に有意な正の係数が観測され、これらを調整した上で年率2%前後の統計的に有意な超過リターンが得られた。

Edmans [2011] が指摘するように、有意な株式超過リターンは、働きやすさという目に見える情報が現在の株式価値に完全には織り込まれておらず、働きやすさが将来の株式価値を高めるという因果関係を示唆する。この理由として、まず市

(注1) Edmans [2011] が報告する米国株での超過リターンはFama-French 4ファクターモデルを用いた結果である。われわれが行った再現検証によると、3や5ファクターモデルでは有意な超過リターンは消失することがある。本当に投資家が無形資産を過小評価しているかについては慎重な判断が求められる。

(注2) 当論文の投稿とほぼ同時期に、齋藤・伊藤 [2017] は、東洋経済新報社が週刊東洋経済に毎年掲載するCSR企業ランキングの中の人材活用の評点を用いて、上位企業が有意な株式超過リターンを示すことを明らかにしている。データ元や分析手法は異なるが、本稿の結果と概ね整合的である。

場のミスプライシングが考えられる。働きやすい会社は本稿の結果が示すように高い事業収益力を持つが、投資家が働きやすい職場環境というコストのかかる無形資産を過小評価している可能性がある。この過小評価という仮説はバリューファクターへの有意な正の係数とも整合的である。もう一つは、このような企業は固有のリスクを有しているが、それを既存のファクターでは捉えられない可能性が考えられる。企業が従業員のスキルに強く依存している場合、人材をつなぎとめるために働きやすさの向上に努めるだろう。しかし企業固有のスキルなどの無形資産には、急速な技術革新が生じた際にその価値が陳腐化するリスクがある。また、Eisfeldt and Papanikolaou [2013] が論じるように、鍵となる従業員と株主の間で利益配分をめぐる競合が生じる状況では、スキルの価値が高くなると株主への配分が少なくなるリスクが生ずる。これらの働きやすい会社固有のリスクが株式価値に反映されていることが考えられる。これらの仮説の検証は今後の課題としたい。

以下、使用データについて詳述し、働きやすい会社の財務及び株式パフォーマンスについてパネルデータ分析を行う。続いてポートフォリオ運用に当てはめることで、実際に投資家が超過リターンを得ることができるかを検証する。

2. データ

(1) 働きやすい会社

本稿においては、日経グループが定期的に実施している「働きやすい会社」及び「人を活かす会社」調査で上位に順位付けされた企業を「働きやすい会社」として定義する。この調査は、03年7月23日の第一回から年1回、日経朝刊及び日経産業新聞に掲載されている。13年から人材活

用の取組みに焦点を絞って「人を活かす会社」と名称と調査方法を変更した。ただ、上位企業の変化は比較的小さいので、本稿では区別せずに「働きやすい会社」としてサンプルに加える。調査方法は、時点によって多少異なるが、企業へのアンケート票送付と会社員へのインターネット調査の二つから成ることは同じである。第一回の調査方法の説明文には、評価基準に「賃金の上昇」、「会社の成長」を含めずに、人事制度や取組みの充実度を重要視すると明示されている。

16年の調査方法を簡単にまとめる。詳細は当日の紙面を参照されたい。まず企業と会社員へアンケートを行う。連結従業員数が千人以上の上場企業及びそれに準じる有力企業の1,260社に対して6月から7月にかけて59の項目についてアンケート調査を実施し、462社から有効回答を得た。例えば、「正社員一人当たりの年間総実労働時間と年間法定外労働時間をご記入下さい」や「2015年度のハラスメントに関する相談件数をご記入ください」などの質問がある。会社員向けは、インターネットを通じて7月20日～25日にかけて12,231人を対象に、企業向け質問項目に対する重視度をたずね、1,043人から回答を得た。続いて、企業から得た59の回答を会社員から得た重視度で重み付けして得点と順位を算出した。

アンケート回答数などは時点によって異なる。過去の履歴を図表1にまとめる。有効回答数、順位付けされた企業数が一定ではないこと、得点の算出方法が時点によって多少異なることから、本稿では単純に上位100社を対象とする。ただし、03年のみ30社とする。この100社から非上場企業を除くと、概ね70～90社が毎年の「働きやすい会社」となった。図表1より、毎年の追加、除外企業はそれぞれ10～20社程度で、上位企業が大幅に入れ替わることはなかった。毎年のリスト

図表 1 調査方法と上位企業の属性

掲載日	調査方法			上位100社				
	調査方法	有効回答数	順位付け	有効数	出入り		時価総額（億円）	
					追加	除外	中央値	最小値
2003/7/23	働	161	30	29	0	0	6,470	176
2004/6/22	働	183	100	94	70	5	6,476	263
2005/9/5	働	249	100	85	17	26	7,796	330
2006/8/1	働	252	252	82	17	20	9,690	477
2007/8/27	働	399	200	82	20	20	13,066	467
2008/9/1	働	442	200	83	22	21	9,988	337
2009/9/7	働	436	200	82	17	18	6,915	279
2010/9/21	働	478	200	77	17	22	7,244	239
2011/9/26	働	465	200	74	15	18	6,933	96
2012/10/1	働	480	200	72	12	14	6,507	213
2013/11/5	活	436	200	82	24	14	9,306	320
2014/10/6	活	439	200	79	13	16	11,311	250
2015/10/5	活	454	200	75	15	19	12,730	81
2016/10/3	活	462	200	76	15	14	12,230	81

（図表注）調査方法の「働」は「働きやすい会社」から、「活」は「人を活かす会社」から。

（出所）筆者作成。以下同じ

は、時価総額の中央値が示すように大型株中心で、少数の特徴的な小型株が混ざる。15年と16年の最小株は「Minoriソリューションズ」である。計14回の全ての調査で上位100社に入った企業が4社あり、日本電気、パナソニック、リコー、大日本印刷である。この間に大きな損失を出した企業も見受けられ、必ずしも働きやすい会社が経営的に成功し続けた会社ではないことが分かる。

図表2は働きやすい会社の業種比率の推移である。例えば、16年では全76社中の5.3%に当たる4社が建設業に所属したことを示す。16年時点で全企業における企業数比、時価総額比と比較すると、働きやすい会社は幅広い業種に分散されており、電気機器、保険、化学、食料品に相対的に多く、サービス業、不動産業、小売業に少ないことが分かる。電気・ガス業は10年以前は多かったが、11年以降に急減した。東日本大震災が影響していると考えられ、強くなければ優しくなれ

ないという一面も示唆する。

（2）財務及び市場データ

財務及び市場データはNRIデータサービスから取得する。年金関連は日経財務も併用する。日本株のファクターリターンはK. Frenchのデータライブラリ（注3）から取得する。分析期間を第一回調査から16年12月までとする。

財務指標の計算において、損益計算書上の項目は、基準月末t時点の値を過去12カ月間の決算から計算する。すなわち、四半期決算が利用可能であればtからさかのぼって過去4回の発表値の合計値とする。貸借対照表上の項目は、基準月末t時点として過去12カ月間でもっともtに近い決算の値を用いる。報告の遅れは無視する。収益性指標では分母を分子の1年前の値とする。各時点において財務指標の上下1%をその水準まで引き戻すという異常値処理を行う。

（注3） http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html この市場リターンは米ドル換算値であり、日本円に再換算すると不要な誤差が生じる。本稿ではTOPIX配当込リターンで代用する。その他のファクターはそのまま利用した。

図表2 業種比率の推移

業種比率 (%)	上位企業								全企業 (2016年)	
	2003	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	企業数比	時価総額比
水産・農林業	0	0	0	0	0	0	0	0	0.3	0.1
鉱業	0	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0.3
建設業	0	2.1	1.2	4.8	5.2	4.2	5.1	5.3	4.9	2.9
食料品	10.3	6.4	3.7	1.2	3.9	2.8	6.3	6.6	3.6	4.9
繊維製品	3.4	5.3	4.9	2.4	2.6	2.8	2.5	2.6	1.5	0.7
パルプ・紙	0	0	0	0	0	0	0	0	0.7	0.3
化学	10.3	9.6	8.5	12.0	10.4	16.7	12.7	9.2	5.9	6.2
医薬品	3.4	5.3	3.7	1.2	2.6	2.8	3.8	0	1.8	5.4
石油・石炭製品	0	0	2.4	2.4	1.3	0	0	0	0.4	0.5
ゴム製品	0	0	0	0	1.3	1.4	1.3	1.3	0.5	0.9
ガラス・土石製品	3.4	3.2	2.4	2.4	1.3	0	1.3	1.3	1.6	0.8
鉄鋼	0	1.1	0	0	0	0	1.3	0	1.3	1.1
非鉄金属	0	2.1	1.2	1.2	1.3	1.4	0	0	1.0	0.7
金属製品	0	0	0	0	0	0	1.3	0	2.5	0.7
機械	3.4	8.5	2.4	7.2	6.5	6.9	6.3	6.6	6.4	4.7
電気機器	27.6	19.1	23.2	19.3	20.8	25.0	19.0	18.4	7.2	11.1
輸送用機器	6.9	5.3	3.7	7.2	5.2	2.8	3.8	1.3	2.7	9.7
精密機器	3.4	2.1	2.4	0	1.3	1.4	1.3	0	1.4	1.5
その他製品	6.9	4.3	4.9	2.4	3.9	4.2	3.8	3.9	3.0	2.0
電気・ガス業	3.4	5.3	6.1	6.0	5.2	0	0	0	0.6	1.6
陸運業	0	1.1	0	0	0	0	0	0	1.8	3.8
海運業	0	1.1	1.2	1.2	0	0	0	0	0.4	0.2
空運業	3.4	1.1	1.2	1.2	0	1.4	1.3	2.6	0.1	0.4
倉庫・運輸	0	0	0	0	0	0	0	0	1.0	0.2
情報・通信業	0	0	3.7	3.6	3.9	4.2	6.3	7.9	10.9	10.5
卸売業	6.9	4.3	4.9	4.8	7.8	8.3	7.6	9.2	9.3	4.3
小売業	0	4.3	2.4	1.2	2.6	1.4	2.5	5.3	9.6	6.3
銀行業	0	0	2.4	6.0	2.6	1.4	1.3	5.3	2.5	6.6
証券、商品先物	0	1.1	3.7	2.4	2.6	2.8	2.5	1.3	1.2	0.9
保険業	6.9	3.2	3.7	6.0	3.9	5.6	5.1	6.6	0.4	2.0
その他金融業	0	3.2	3.7	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	0.9	1.4
不動産業	0	0	0	0	0	0	0	1.3	3.3	2.4
サービス業	0	1.1	2.4	2.4	2.6	1.4	2.5	2.6	11.0	4.9

(図表注) 初回と2年ごとの調査結果のみを抜粋。

3. 企業属性・財務パフォーマンス

働きやすい会社の企業属性と財務パフォーマンスについてパネルデータ分析を行う。

最初に各企業に対して、Barber and Lyon [1996] を参考に、同業種の中から自己資本額の近い企業から成る参照ポートフォリオを定める。具体的には次の4段階で決定する。東証33業種分類を用いて対象企業と同じ業種に属する企業の中から、自己資本額が対象企業に対して70～130%の範囲にある企業を探す。対象企業自身は

含めない。該当する企業が3社未満であれば、17業種分類に広げて同じ基準で企業を探す。それでも該当企業が3社未満であれば、17業種分類で同業種の中から自己資本額について30～130%の範囲へと下限を広げて探索する。それでも3社に達しなければ、業種条件を外す。この手順によって、サンプル全てについて3社以上見つけることができた(注4)。

働きやすい会社の平均的な企業属性を概観しよう。働きやすい各社の指標とその参照ポートフォリオに含まれる企業の指標の中央値との差を求め

る。掲載日前月末（基準月末）における全サンプルでの単純平均値と平均値がゼロかどうかの検定結果を図表3に示す。ここで、企業の入れ替わりの少なさに対応するために、企業クラスターに基づいて標準誤差を補正する（注5）。働きやすい会社ランキングの上位企業と新規追加企業のための二つのサンプルを対象に計算した。なお、各指標について主要な決定要因がコントロールされていない可能性がある点に注意されたい。

図表3から、働きやすい会社は新聞掲載時点においてTobin's qがほぼ同業他社並みであった。

働きやすい会社は、収益性指標の中で粗利益率が統計的に有意に高かった。営業利益率、ROEも特に新規追加企業サンプルで高い。様々なステークホルダーへの分配原資に近い収益性指標が有意に高く、より株主に近い指標も概ね高いことが分かる。

研究開発費が高い点は、Faleye and Trahan

図表3 企業属性（同業他社比）

	上位企業		新規追加のみ	
	企業数	平均値	企業数	平均値
Tobin's q	1,068	0.020 (0.5)	270	0.027 (0.8)
粗利益率	991	4.88% *** (3.8)	255	3.89% *** (3.2)
営業利益率	1,067	0.18% (0.6)	270	0.43% (1.4)
ROE	1,068	0.44% (0.9)	270	1.33% * (1.9)
研究開発費／総資産	861	0.63% *** (4.2)	221	0.48% *** (3.4)
設備投資額／総資産	1,060	0.41% *** (3.9)	267	0.33% *** (2.9)
財務レバレッジ	1,068	0.156 *** (3.9)	270	0.182 *** (4.8)
年金積立率	917	4.38% *** (2.7)	233	1.93% (0.9)
外国人持株比率	1,065	1.98% ** (2.3)	268	1.89% * (1.8)
MSCI Socialスコア	665	0.350 *** (3.0)	117	0.316 ** (2.1)
MSCI Governanceスコア	665	0.161 * (1.9)	117	0.084 (0.6)

- （図表注）1. Tobin's qは株式時価総額／総資産、粗利益率は売上総利益／前期総資産、営業利益率は営業利益／前期総資産、ROEは経常利益／自己資本、財務レバレッジは総資産／自己資本。年金積立率は、年金資産と退職給付債務の差を退職給付債務で割った値であり、高い値ほど企業年金が健全であることを表す。
2. 掲載日前月末時点における働きやすい会社と同業他社の差の全サンプル平均値と、平均値がゼロかどうかの検定結果（クラスター化標準誤差を使用）。***は有意水準1%以下、**は5%以下、*は10%以下で超過リターンが統計的に有意であることを表す。

（注4）4段階にそれぞれ527、151、339、51企業が該当し、参照ポートフォリオの構成企業数は平均するとそれぞれ9.2、6.3、6.7、70.2であった。例えば、12年の村田製作所に対する参照ポートフォリオは、東芝、日本電気、富士通、キーエンス、ファナック、ローム、リコー、東京エレクトロンの8企業から成る。

（注5）Cameron *et al.* [2011] を参照。

[2011] の米国企業と川村・永田 [2016] の日本企業での結果と一致する。設備投資も同業他社よりも高い。業績が比較的好調で、従業員に報いるだけの余力があり、研究開発にも設備投資にも積極的なのであろう。

日本の働きやすい会社は同業他社よりも負債が多い。Bae *et al.* [2011] は、米国において従業員に優しい企業ほど財務レバレッジは低い傾向があり、この理由として一般のステークホルダーが高レバレッジ企業との取引を好まないことを挙げる。日本では主要取引銀行のモニタリングによってエージェンシー問題が緩和されていることが、例えばHoshi *et al.* [1991] をはじめとした先行研究によって指摘されている。日米での対照的な結果は興味深い。

Goto and Yanase [2016] は、高い年金積立率が経営者の良好な業績見通しを反映していることを指摘する。企業年金基金への拠出は、事業投資と株主への分配余力を減らすことから経営者にとって意欲に乏しい上に、市場環境によっては本業を脅かすほどの多額にもなり得る。よって、年金資産を適切に管理し続けている企業は、将来の業績に自信があり従業員にも優しいと考えられる。実際に、上位企業は年金積立率が有意に高いという結果が得られた。

働きやすい会社では外国人持株比率が相対的に高く、これは川村・永田 [2016] と同じ傾向である。日本企業が欧米企業よりも低いとされるMSCIのSocial及びGovernanceスコア（注6）をみると、サンプルは小さくなるが、上位企業は同業他社よりも高いという結果が得られる。外国人株主は経営を監視する能力や意志を有して積極的に発言し、これがESGスコアの向上に貢献してい

ると考えられる。今回のサンプルには日本非上場のため含まれないが、ランキング上位には日本IBM等の外資系子会社が含まれる。

続いて、図表4に基準月末前後数年間の収益性指標の推移を示す。有意であるかどうかには違いはあるが、働きやすい会社はいずれの指標も、掲載年を含めた前後で同業他社よりも平均的に高い。新規追加企業については、営業利益率とROEも掲載年を含めた前後で有意に高い。足元の業績とその後の見通しが好調な企業が人事制度を充実させる傾向があり、それが日経調査にも反映されていると解釈できる。

これらの結果は、働きやすい会社は概ね財務パフォーマンスが高いという関連性を示唆する。ただ、将来の業績見通しに自信のある企業が従業員を厚遇するのか、働きやすさが高い業績につながるのかという因果関係は不明である。二つの相乗効果も考えられる。次に、この傾向を株式市場が織り込んでいるかどうかには焦点を当てる。

4. 株式パフォーマンス

各企業に対する参照ポートフォリオとして、サイズ（時価総額）とバリュウ（簿価時価比率）による分位ポートフォリオと業種別ポートフォリオの二つを考える。前者について、毎月、日本株全銘柄をサイズとバリュウの2指標によって独立ソートを行い、5×5の計25の分位ポートフォリオを作成する。ただし、分位点の閾値は東証一部上場企業のみで計算する。各企業が基準月末時点でどの分位に該当するかを判定し、その分位を参照ポートフォリオとする。25の参照ポートフォリオのリターンを年1回6月末に銘柄入替を行っ

（注6） 同社の16年9月付レポート“Measuring the Sustainability of Abenomics”を参照。スコアの定義には多少の変遷がある。

て時価総額加重で計算する。業種別の場合は、基準月末時点での所属業種を参照し、業種別ポートフォリオのリターンを全銘柄の時価総額加重で求める。各企業と参照ポートフォリオについて、掲載日前月末(注7)からの累積リターンを計算する。この差を株式超過リターンと定義する。

図表5に上位企業と新規追加企業について、累積月次超過リターン(パネルA)と年次超過リターン(パネルB)値をまとめる。6カ月後であれば、各社の6カ月後リターンから参照ポートフォリオの同期間リターンを引き、全サンプルで単純平均値を求める。

上位企業について概ね有意な正の超過リターンが観測される。参照ポートフォリオを所属業種にしてもリターンの水準は小さくなるが同様の傾向

である。ただ、掲載直後よりも2年後以降のリターンの方が安定して高い。新規追加サンプルではこの傾向が更に強まる。この傾向は、バリューやモメンタムのような一般的な投資効果とは大きく異なっており、また新聞への掲載というアナウンスメント効果が必ずしも強くないこと示唆する。

図表4から、新規追加サンプルの収益性は平均的に掲載の1年前に高く、掲載後数年間は2年前以前に比べると高いが伸び悩む傾向が見受けられる。恐らく足元の業績が特に良い企業ほど上位に入りやすいのであろう。掲載直後は一時的な業績の停滞を受けて株式リターンが弱く、その後、企業本来の実力が株価に反映されと考えられる。

図表4 財務パフォーマンス(同業他社比)

	上位企業			新規追加のみ		
	粗利益率	営業利益率	ROE	粗利益率	営業利益率	ROE
3年前	4.60% *** (3.5)	0.18% (0.5)	0.17% (0.3)	2.89% ** (2.5)	-0.17% (-0.5)	-0.18% (-0.2)
2年前	4.87% *** (3.8)	0.29% (0.9)	0.82% (1.4)	3.56% *** (3.2)	0.29% (1.0)	0.91% (1.0)
1年前	5.06% *** (3.9)	0.31% (1.0)	0.89% (1.6)	4.10% *** (3.4)	0.66% ** (2.1)	2.58% ** (2.6)
基準月末	4.88% *** (3.8)	0.18% (0.6)	0.44% (0.9)	3.89% *** (3.2)	0.43% (1.4)	1.33% * (1.9)
1年後	4.80% *** (3.8)	0.16% (0.6)	0.59% (1.2)	3.67% *** (3.3)	0.51% (1.6)	1.45% ** (2.2)
2年後	4.68% *** (3.6)	0.10% (0.4)	0.25% (0.4)	4.25% *** (3.7)	0.56% * (1.8)	1.32% ** (2.0)
3年後	4.49% *** (3.4)	0.13% (0.5)	0.27% (0.5)	4.02% *** (3.3)	0.62% * (1.9)	1.86% ** (2.6)
4年後	4.47% *** (3.4)	0.14% (0.5)	0.16% (0.3)	3.25% *** (2.7)	0.26% (0.7)	-0.08% (-0.1)
5年後	4.65% *** (3.5)	0.21% (0.8)	0.67% (0.9)	4.32% *** (3.7)	0.55% (1.6)	1.44% * (1.7)
6年後	4.40% *** (3.3)	0.10% (0.4)	0.27% (0.4)	3.53% *** (3.1)	0.05% (0.2)	0.91% (1.0)
7年後	4.22% *** (3.2)	0.10% (0.4)	0.43% (0.6)	3.57% *** (3.1)	0.04% (0.1)	1.21% (1.1)

(図表注) 基準月末は掲載日前月末。基準月末の数値は図表3と同じ。図表3の注も参照。

(注7) 新聞掲載というイベント前後での比較という観点から掲載日の前月末を基準とした。次のポートフォリオ運用では、掲載日の月末に銘柄入替を行うことで、投資家が新聞を見てから働きやすい会社へ投資することで超過リターンが得られるかを検証する。

図表5 参照ポートフォリオに対する株式超過リターン

パネルA：月次					パネルB：年次				
	上位企業		新規追加のみ			上位企業		新規追加のみ	
	Size×B/M	業種	Size×B/M	業種		Size×B/M	業種	Size×B/M	業種
1カ月後	0.19% (1.0)	0.40% ** (2.3)	-0.04% (-0.1)	-0.05% (-0.1)	1年後	1.33% * (1.9)	0.56% (0.9)	2.06% * (1.7)	1.02% (0.9)
2カ月後	0.42% (1.5)	0.47% ** (2.0)	0.06% (0.1)	0.01% (0.0)	2年後	4.46% *** (3.0)	2.21% * (1.7)	9.16% *** (3.5)	5.82% *** (2.7)
3カ月後	0.67% * (1.9)	0.74% ** (2.5)	-0.07% (-0.1)	0.13% (0.2)	3年後	5.67% ** (2.5)	3.28% * (1.8)	13.33% *** (3.4)	9.27% *** (2.8)
6カ月後	0.38% (0.7)	0.38% (0.9)	-0.20% (-0.2)	0.00% (0.0)	4年後	6.96% ** (2.2)	3.68% (1.4)	13.70% *** (2.8)	9.43% ** (2.3)
9カ月後	1.60% *** (2.7)	0.97% ** (2.0)	0.97% (0.9)	0.55% (0.6)	5年後	6.82% * (1.8)	2.59% (0.8)	13.10% *** (3.0)	8.09% ** (2.2)
					6年後	6.28% (1.5)	2.33% (0.6)	11.35% ** (2.6)	3.65% (1.0)
					7年後	6.51% (1.4)	3.88% (0.9)	17.51% *** (3.3)	9.71% ** (2.1)

(図表注) 掲載日前月末を基準とした累積超過リターン (年率換算はしていない)。図表3の注も参照。

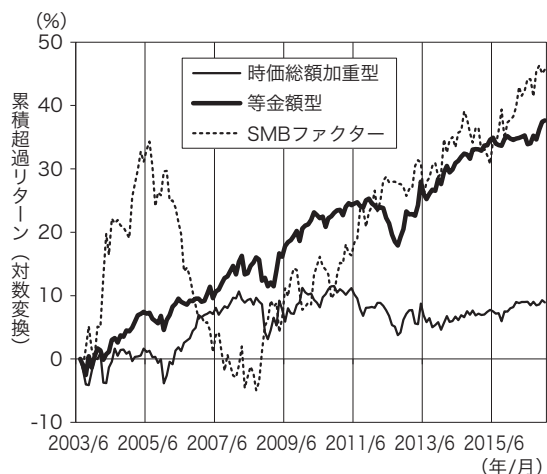
5. ポートフォリオ運用

働きやすい会社へ投資することで実際に超過リターンが得られるかを検証する。

図表5から株式超過リターンが掲載後数年間にわたって継続するという特性を考慮して、過去3回の調査で一度でも上位企業に入った企業を保有する。時価総額加重型と等金額型の二つのポートフォリオリターンを計算する。前者は大きな金額の資産運用に適する。後者は、働きやすい会社には超大型株から小型株まで含まれることから、この調査の平均的な成績を把握するために有用である。いずれも年一回、新聞掲載日の同月末に銘柄入替を行う。毎月リバランスを行うわけではない。保有銘柄数が落ち着いた05年1月以降の平均保有銘柄は119、年率の売買回転率は時価総額加重型で9.5%、等金額型で16.0%であった。

図表6に、働きやすい会社の市場指数 (Mkt) に対する累積超過リターンとFama-French日本株5ファクターモデルのSMB (Small Minus Big) のファクターリターンを示す。過去3年間の働きやすい会社を等金額保有すると、比較的安

図表6 市場指数に対する累積超過リターン



定して正の超過リターンが得られる。

続いて、市場指数、Fama-Frenchの3、4、5ファクターを説明変数として働きやすい会社のリターンを時系列回帰した。結果を図表7にまとめる。等金額型では、いずれのモデルを使用しても1%水準で統計的に有意な切片が計測される。等金額型の高い超過リターンは、SMBへ正の係数はあるが小型株効果のみで説明されるわけではない。時価総額加重型でも、小型株ファクターを

調整すると5%水準で有意な切片となる。株価モメンタム（WML）へ弱い負のエクスポージャーがあり、この符号はEdmans [2011] の米国での結果と整合的である。時価総額加重型でも等金額型でも、バリュー（HML）と高収益性（RMW）へ有意な正の係数が観測された。

図表4から過去の財務パフォーマンスの高い企業ほど働きやすさは高い傾向があった。それに加えて図表7から働きやすさが将来の株式価値を高めるという相互の関係が観測されたことになる。働きやすさがなぜ将来の株式リターンを予測できるかについては、今後更なる研究が必要となろう。

6. 結論

本稿は、日経の働きやすい会社ランキングについて筆者が知る範囲で初めての包括的な検証である。財務及び株式パフォーマンスの中長期的なダイナミクスに焦点を当てることで、働きやすい会社は翌月や翌年のみならず将来数年間にわたって

パフォーマンスが高いことが分かった。働きやすい会社のポートフォリオリターンをFama-French 5 ファクターモデルで分解すると、バリューと収益性ファクターへ正の係数があつた上で統計的に有意な株式超過リターンが得られた。特に大企業ではない働きやすい会社の株式が高い超過リターンを実現した。

では、従業員満足度の高い会社に投資すれば正の超過リターンが期待できるのだろうか。まず、株価予測力の源泉がはっきりしておらず、更なる検証が必要である。今回得られた結果を解釈する上でも幾つか注意すべき点がある。検証期間が14年間と十分な長さではなく、上位企業はある程度固定されており、経済的に超過リターンが年率2%前後と比較的小さい。そして、働きやすさのような指標が財務及び株式超過パフォーマンスへ与える影響は一般的な投資指標と比較して長期にわたる。これらの点を認識した上で働きやすい会社のステークホルダーに加わるべきであろう。

図表7 ポートフォリオリターンの分解結果

	時価総額加重型		等金額型	
	係数	t 値	係数	t 値
α (年率%)	0.81	(1.0)	2.63 ***	(3.3)
Mkt	0.99	(48.1)	1.03	(49.4)
α (年率%)	1.79 **	(2.1)	2.22 ***	(2.8)
Mkt	0.97	(65.7)	1.04	(53.5)
SMB	-0.23 ***	(-5.9)	0.05	(1.6)
HML	-0.01	(-0.3)	0.07 *	(1.8)
α (年率%)	1.80 **	(2.2)	2.22 ***	(2.9)
Mkt	0.97	(67.3)	1.03	(58.9)
SMB	-0.20 ***	(-5.1)	0.07 **	(2.4)
HML	-0.02	(-0.4)	0.07	(1.5)
WML	-0.06 *	(-1.9)	-0.05	(-1.5)
α (年率%)	1.73 **	(2.0)	2.16 ***	(2.6)
Mkt	0.96	(53.4)	1.03	(60.5)
SMB	-0.23 ***	(-6.5)	0.05	(1.6)
HML	0.11 **	(2.5)	0.11 ***	(2.6)
RMW	0.27 ***	(4.6)	0.16 ***	(3.1)
CMA	-0.05	(-0.8)	0.00	(-0.1)

(図表注) Newey-West調整後。図表3の注2を参照。

本稿の執筆に当たり、匿名のレフェリーの方々から大変示唆に富むご所見、ご指摘を頂いた。ここに深く感謝申し上げます。

〔参考文献〕

- 川村通・永田京子 [2016] 「CSRパフォーマンスと企業価値—株主によるモニタリングの影響—」、『証券アナリストジャーナル』、Vol. 54、No. 7、pp. 15-25.
- 齋藤玲・伊藤彰敏 [2017] 「人材活用と企業価値について」、Working paper.
- Bae, K. H., J. K. Kang and J. Wang [2011] “Employee Treatment and Firm Leverage: A Test of the Stakeholder Theory of Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 100, pp. 130-153.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon [1996] “Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics,” *Journal of Financial Economics*, 41, pp. 359-399.
- Cameron, A. C., J. B. Gelbach and D. L. Miller [2011] “Robust Inference With Multiway Clustering,” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 29, No. 2, pp. 238-249.
- Chan, L. K. C., J. Lakonishok and T. Sougiannis [2001] “The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures,” *Journal of Finance*, Vol. LVI, No. 6, pp. 2431-2456.
- Donaldson, T. and L. E. Preston [1995] “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications,” *Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, pp. 65-91.
- Edmans, A. [2011] “Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices,” *Journal of Financial Economics*, 101, pp. 621-640.
- Edmans, A., L. Li and C. Zhang [2017] “Employee Satisfaction, Labor Market Flexibility, and Stock Returns Around The World,” Working paper.
- Eisfeldt, A. and D. Papanikolaou [2013] “Organization Capital and the Cross-Section of Expected Returns,” *Journal of Finance*, Vol. 68, No. 4, pp. 1365-1406.
- Faleye, O. and E. A. Trahan [2011] “Labor-Friendly Corporate Practices: Is What is Good for Employees Good for Shareholders?,” *Journal of Business Ethics*, 101, pp. 1-27.
- Goto, S. and N. Yanase [2016] “The Information Content of Corporate Pension Funding Status in Japan,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 43, No. 7-8, pp. 903-949.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein [1991] “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 1, pp. 33-60.
- Jensen, M. C. [2001] “Value Maximization and the Corporate Objective Function,” *European Financial Management*, Vol. 12, No. 2, pp. 297-317.
- Kohn, A. [1993] “Why Incentive Plans Cannot Work,” *Harvard Business Review*, Sept.-Oct.
- Lev, B., S. Radhakrishnan, and W. Zhang [2009] “Organization Capital,” *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 45, No. 3, pp. 275-298.
- Peloza, J. [2009] “The Challenge of Measuring Financial Impacts From Investments in Corporate Social Performance,” *Journal of Management*, Vol. 35, No. 6, pp. 1518-1541.

(この論文は投稿論稿を採用したものです。)