

「働きがい」認定は株価を高めるのか ——「働きがいのある会社」発表時のイベント・スタディ

本合 暁詩

(昭和女子大学教授)

人材マネジメントへの注目度が高まる中で、多くの企業が従業員の働きがいを高める取り組みを強化している。本研究は、2022年版日本における「働きがいのある会社」ランキングデータに基づき、働きがいのある会社と認められることが企業価値に結びつき、株主に対してもよい影響を及ぼすのかどうかを、株価イベント・スタディを用いて分析した。もし働きがいのある会社と認められることが株式市場に好意的な追加情報であるならば、株価はその情報を受けて上昇すると考えられる。イベント・スタディによる分析結果は、「働きがい認定企業」の発表は企業の株価にプラスの影響を与えるとは言えないが、「働きがいのある会社」ランキングベスト100に選定されるという発表は株価上昇の要因となる可能性を示した。働きがいのある会社と認識されるニュースが、株価とそれによって構成される株主価値および企業の市場価値にポジティブな影響があることを示唆する結果である。この結果は従業員の働きがいを向上させる取り組みを企業が行うことは、短期的には利益の圧迫要因となるとしても、企業全体の価値を向上させ、企業の所有者である株主の富を増大させる可能性を示唆している。人材の価値を最大限に引き出すことが企業価値向上につながるとする人的資本経営の考え方も整合している結果であるとも言える。

【キーワード】労働経済、産業・企業

目次

- I はじめに
- II 先行研究
- III イベント・スタディの対象とプロセス
- IV 分析結果
- V 考察と結論

I はじめに

人材の価値を最大限に引き出すことが企業価値向上につながるとする人的資本経営¹⁾(経済産業省 2020, 2022)が注目されている。2023年3月末に終了する事業年度からは、有価証券報告書において人的資本・多様性に関する情報の記載が求め

られた(金融庁 2022)ことから、人材マネジメントに関する取り組みへの注目度はさらに高まっていると言える。

人材への投資は、給与・報酬面の処遇の改善にとどまらず、残業時間の削減や休暇の充実、教育研修や心身のサポート機会の提供、さらにオフィススペース・業務上の備品・ソフトウェアの改善など、短期的には利益の圧迫要因となる。しかしながら、企業が行うこれらの取り組みや施策が長期的な財務業績を高めると期待されるのであれば、株式投資家はその業績向上分を価値として株価に織り込むことにより、株価は上昇し企業の経済的な価値は増大すると考えられる。

Great Place to Work[®] Institute (以下 GPTW)

は、従業員向けと企業向けの2種類のアンケートに基づいて「働きがい」に関する調査・分析を行い、一定の水準に達していると認められた会社や組織を各国の有力なメディアで発表する活動を世界約100カ国で実施している²⁾。GPTWのサービスを利用している企業・組織は、約100カ国におよび、日本においては株式会社働きがいのある会社研究所（以下GPTW ジャパン）がGPTWよりライセンスを受け調査を運営している（GPTW ジャパン 2022a）。

日本での調査・ランキングの発表は、2007年から実施されており、2022年2月に発表された2022年版調査からは、一定レベルを超えた会社を「働きがい認定企業」として毎月選出し、認定企業のうち特に働きがいの水準が高い上位100社を「働きがいのある会社」ランキングベスト100として年に1度発表する形式となっている（GPTW ジャパン 2022b）。

本研究では、GPTW ジャパンが発表している日本における「働きがいのある会社」に注目し、働きがいのある企業として認められ、周知されることが株主価値を創出するかどうかをイベント・スタディを用いて分析する。効率的な株式市場においては、株価は新たな情報を即座に反映することが予想される。もし働きがいのある会社と認められることが市場に追加的な情報であるとすれば、「働きがい認定企業」の発表や、「働きがいのある会社」ランキングベスト100の発表というイベントに対して株価は何らかの反応を見せるはずである。

本研究の結果は、働きがいのある会社として認定されること自体は株価にプラスの影響を与えるとは言えないが、「働きがいのある会社」ランキングベスト100に選出されることは株価に正のインパクトを与える可能性を示した。働きがいのある会社と認識されるニュースが、株価とそれによって構成される株主価値および企業の市場価値にポジティブな影響があることを示唆する結果である。

以下Ⅱでは、GPTW ランキング企業の株価リターンに関する先行研究をレビューし、本研究の位置づけを明確にする。Ⅲではイベント・スタ

ディで使用するデータとプロセスを述べる。Ⅳではイベント・スタディの結果を示す。Ⅴは分析結果に基づいた考察と課題について述べ、本研究を結ぶ。

Ⅱ 先行研究

米国におけるGPTWの調査結果に基づいた研究では、「働きがいのある会社」の株価パフォーマンスが市場平均を上回っているという結果が得られている（Carvalho and Areal 2016；Edmans 2011；Faleye and Trahan 2011；Filbeck and Preece 2003；Fulmer, Gerhart and Scott 2003；Goenner 2008）。例えば、Edmans（2011）は米国の「働きがいのある会社」ランキングである「Best Companies to Work For」に基づき、1984年から2009年にわたる長期間のデータを、Carhart（1997）の4ファクターモデルで分析し、従業員満足度（employee satisfaction）と株主リターン（shareholder returns）が正に相関していることを示す結果を得ている。なお、Carvalho and Areal（2016）の分析では、ランキング上位企業のみが超過リターンを生み出したという結果を示している。

「働きがいのある会社」にかかわるイベント・スタディを用いた研究としては、Faleye and Trahan（2011）、Filbeck and Preece（2003）、Hannon and Milkovich（1996）がある。このうちもっとも古いHannon and Milkovich（1996）は発表日の前後2日における累積超過リターンを分析し、株価への影響がみられなかったとしているが、Faleye and Trahan（2011）はランキング発表日の前後5日以内での複数期間の累積超過リターンが有意に正であったことを示した。また、Filbeck and Preece（2003）は、発表時の前後15日の累積超過リターンと発表日当日の超過リターンを分析し、発表日当日の超過リターンが正であった結果を示している。

日本におけるGPTWのデータに基づく分析としては、リクルートマネジメントソリューションズ（2010, 2012）、本合（2023a, 2023b）などがある。本合（2023a）は、GPTW ジャパンが選出した2022年版「働きがい認定企業」と2010年に発

表された「働きがいのある会社」ランキングベストカンパニーのランキング発表後の株価パフォーマンスを分析し、日本における「働きがいのある会社」ランキングに入った企業の株価リターンが市場平均を上回ることを示した。特に、「働きがい認定企業」の中からランキングベスト 100 を選出するプロセスとなった 2022 年版の分析では、「働きがいのある会社」ランキングベスト 100 に選出された企業の株価パフォーマンスが「働きがい認定企業」よりも高いことを示しており、米国のデータに基づいた Carvalho and Areal (2016) と整合する結果である³⁾。また、本合 (2023b) は、日本における 2010 年の「働きがいのある会社」ランキングベストカンパニーの長期的な株価の月次リターンを証券ポートフォリオの評価に使用されるジェンセンのアルファ (Jensen 1968) を用いて分析した。分析の結果は「働きがいのある会社」の株価リターンは、働きがいがあると認められた後の 5 年間および 12 年間という期間において、リスクを加味したうえで TOPIX および日経平均株価のリターンを統計的に有意に上回ったことを示した。働きがいと、長期的な財務業績への期待を反映する株価の間には正の関係があるだけでなく、働きがいを高めることが市場平均を上回る株価の上昇につながるという因果関係が存在する可能性が示唆されている。

これらの結果は、働きがいを高める取り組みは、たとえ短期的には利益の圧迫要因になとしても、将来の財務業績の向上期待を通じて株価を高める可能性があることを示していると言える⁴⁾。また、投資家が株式投資の判断材料として従業員の働きがいに注目することの有効性も示唆している。

しかしながら、これまで日本の GPTW のデータを使用したイベント・スタディは行われていない。本合 (2023b) では、ランキング発表後の 12 年間の株価のリターンの上昇を観察していることから、株主価値を押し上げた原因は一時的な価値の顕在化ではなく、持続的な財務業績の向上期待によるものと解釈される。しかし、ランキング発表といういわゆるサプライズが、それまで過小評価されていた企業の働きがいのよさという、潜在的な無形資産を明らかにし、それが株価の上昇をもたらす可能性もある。本研究では、「働きがい認定企業」や「働きがいのある会社」ランキングベスト 100 発表が株価に短期的な影響を及ぼすのかを検証するために、発表前と発表後の日次株価リターンを用いて発表日前後の短期イベント・スタディを行う。

的な無形資産を明らかにし、それが株価の上昇をもたらす可能性もある。本研究では、「働きがい認定企業」や「働きがいのある会社」ランキングベスト 100 発表が株価に短期的な影響を及ぼすのかを検証するために、発表前と発表後の日次株価リターンを用いて発表日前後の短期イベント・スタディを行う。

Ⅲ イベント・スタディの対象とプロセス

1 「働きがいのある会社」認定・ランキング調査の概要

GPTW は「「働きがいのある会社」とは、立場、仕事、働く場所に関係なく、あらゆる従業員が会社やリーダーを信頼し、自分の仕事に誇りを持ち、一緒に働いている人たちと連帯感を持てる会社のこと」と定義しており (GPTW ジャパン 2024a)、この定義に基づいて GPTW ジャパンは有料のアンケート調査により「働きがい」を評価している⁵⁾。評価は従業員向けと企業向けの 2 種類のアンケートに基づいて行われ、一定の水準に達していると認められた会社や組織は「働きがい認定企業」として選定される。加えて、特に働きがいの水準が高い上位 100 社が「働きがいのある会社」ランキングベスト 100 として表彰される。評価基準はすべての参加企業共通であり、業種などによって変わらない (GPTW ジャパン 2024b)。

「働きがいのある会社」調査で認定を受けるためには従業員が日本国内に 10 名以上在籍、ランキングベスト 100 に選定されるためには 25 名以上が在籍することが条件となる。従業員向けのアンケートは、従業員 5000 名以下の場合はすべての従業員が回答者となり、5000 名を超える場合は、無作為抽出された 5000 名以上が回答する。回答の強制は制限されており、回答者に対して肯定的な回答を行う直接的、間接的な要求が確認された場合は、認定・ランキングへの参加および選出が取り消される (GPTW ジャパン 2024c)。また、個人の回答結果は調査実施企業に開示されることがなく匿名性が担保されている。そのため、従業員はアンケートに率直に回答することがで

き、調査結果は企業の働きがいに関して信頼できる情報だと考えられる。

「働きがい認定企業」およびランキングベスト100にエントリーするために企業が有料で実施されるアンケート調査に参加する目的としては、働きがいが高いことを社内外に示して企業ブランディングを高めることが考えられる。GPTW ジャパン (2024d) は「働きがいのある会社」認定・ランキングに参加するメリットとして、「採用広報におけるアピールポイントが増える」「他社比較することで組織開発に活かせる」「人的資本開示に活用できる」という3つを挙げている。特に知名度の低い中堅以下の成長企業にとっては、規模拡大に伴って採用力を高めることが大きな課題となることも多く、「働きがいのある会社」としての認定やランキングベスト100という実績を採用ブランディングに活用する意味は大きいと考えられる⁶⁾。

2 対象とするランキングデータおよび対象企業

本研究では、本合 (2023a, 2023b) と同様に、GPTW ジャパンが選出した2022年版「働きがい認定企業」リストを活用する。

Iでも示したように、2022年版調査からは、毎月「働きがい認定企業」が選出・発表され、そのうち上位100社からなる「働きがいのある会社」ランキングベスト100が年に1度発表される形式となっているため、認定企業とランキング企業を分けて分析することができる⁷⁾。また、毎月の「働きがい認定企業」の発表と「働きがいのある会社」ランキングベスト100の発表という複数のイベントの分析が可能となる。

2022年版日本における「働きがいのある会社」ランキングベスト100には524社が参加した (GPTW ジャパン 2022b)。2022年版「働きがい認定企業」は207社であり、2021年3月度の認定企業から、2022年1月度の認定企業が含まれる。「働きがい認定企業」は2021年3月から2022年1月の間に1度だけ認定され、各月の第1営業日にGPTW ジャパンのWebサイトにおいて発表された⁸⁾。これらの認定企業の中から、2022年版日本における「働きがいのある会社」ランキン

グベスト100が2022年2月10日 (木) の15:00~17:30に行われたオンライン発表・表彰式で公表された (GPTW ジャパン 2022c)。

本研究の分析対象とする「働きがい認定企業」は、次項以降で述べるイベント・ウィンドウおよびマーケット・モデルの推定期間において、株価が入手できる23社である⁹⁾。表1において分析対象企業を認定発表月、ランキングベスト100社に選ばれた場合はその順位 (選定外はランク外と表記)、業種、とともに示した。

GPTW ジャパンの分類においては、4社が大規模部門 (1000人以上)、17社が中規模部門 (100~999人)、2社が小規模部門 (25~99人) と分類されている。このうち、2022年版「働きがいのある会社」ランキングベスト100社 (以下「ベスト100企業」) に選出されたのは11社である。証券取引所の分類に基づく業種では情報・通信業が最も多く14社となっており、次いでサービス業が3社となっている。

3 分析方法

イベント・スタディにおいては、「働きがいのある会社」のイベント・スタディの先行研究である Faleye and Trahan (2011), Filbeck and Preece (2003) と同様に、株価を使用したマーケット・モデルに基づいて正常なリターンを予測し、実際のリターンとの差として超過リターン (AR: Abnormal Return) および累積超過リターン (CAR: Cumulative Abnormal Return) を測定することで分析を行う¹⁰⁾。「働きがい認定企業」の発表日および「働きがいのある会社」ランキングベスト100の発表日をイベント・デイ ($t=0$) とし、超過リターンのイベント・ウィンドウをイベント・デイの前後20日 ($t=-20 \sim t=+20$) とする。つまり、イベント・ウィンドウは41日間である。

株価データは東洋経済新報社の株価CD-ROMより収集した。

4 マーケット・モデルによる正常なリターンの推定

超過リターンを算出するためのマーケット・モデルは、式 (1) の通りである。

表 1 分析対象とする 2022 年版「働きがい認定企業」

	証券コード	規模	発表年月	ベスト 100 順位	業種
横河電機	6841	大	2021/11/1	ランク外	電気機器
ディスコ	6146	大	2021/12/1	4	機械
セブテーニグループ	4293	大	2021/12/1	10	サービス業
テイクアンドギヴ・ニーズ	4331	大	2021/12/1	12	サービス業
GMO ペイメントゲートウェイグループ	3769	中	2021/6/1	ランク外	情報・通信業
GMO ペパボ	3633	中	2021/10/1	14	情報・通信業
ラクス	3923	中	2021/10/1	23	情報・通信業
北の達人コーポレーション	2930	中	2021/10/1	36	食料品
スノーピーク	7816	中	2021/10/1	ランク外	その他製品
日置電機	6866	中	2021/10/1	ランク外	電気機器
モバイルファクトリー	3912	中	2021/10/1	ランク外	情報・通信業
サーバーワークス	4434	中	2021/11/1	38	情報・通信業
チームスピリット	4397	中	2021/11/1	ランク外	情報・通信業
ソースネクスト	4344	中	2021/11/1	ランク外	情報・通信業
プロレド・パートナーズ	7034	中	2021/11/1	ランク外	サービス業
freee	4478	中	2021/12/1	7	情報・通信業
マクアケ	4479	中	2021/12/1	30	情報・通信業
ブイキューブ	3681	中	2021/12/1	ランク外	情報・通信業
ユナイテッドグロウ	4486	中	2021/12/1	ランク外	情報・通信業
イルグルム	3690	中	2021/12/1	ランク外	情報・通信業
CK サンエツ	5757	中	2022/1/1	2	非鉄金属
かつこ	4166	小	2021/10/1	40	情報・通信業
アイキューブドシステムズ	4495	小	2021/8/1	ランク外	情報・通信業

注：1) 企業名は「働きがい認定企業」リストの名称から「株式会社」という表記を削除

2) 「働きがい認定企業」と上場企業名が異なる以下の企業は（ ）内の企業の株価を使用

セブテーニグループ（セブテーニ・ホールディングス）、GMO ペイメントゲートウェイグループ（GMO ペイメントゲートウェイ）、日置電機（HIOKI）、freee（フリー）

3) 規模は 2022 年版 日本における「働きがいのある会社」ランキング ベスト 100 の分類に基づく。大規模部門 1000 人以上、中規模部門 100-999 人、小規模部門 25-99 人

4) 業種は証券取引所の分類

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

ここで、被説明変数である $R_{i,t}$ は働きがい認定企業 i の日次リターン¹¹⁾、説明変数である $R_{m,t}$ は株式市場の代理変数である TOPIX の日次リターン、 $u_{i,t}$ は誤差項である。マーケット・モデルは、イベント・ウィンドウの前の 120 日間 ($t = -141$ 日から $t = -21$ 日まで) を推定期間とする¹²⁾。推定期間のデータより、式 (1) における企業ごとの $\hat{\alpha}$ と $\hat{\beta}$ を算定する。

5 超過リターン・累積超過リターンの算出

次に、イベント・ウィンドウにおいて、マーケット・モデルにより正常なリターンを予測し、実際のリターンとの差として超過リターンを推定する (式 (2))。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (2)$$

超過リターン $AR_{i,t}$ は、「働きがい認定企業」発

表日および「ベスト 100 企業」発表日の前後 20 日 ($t = -20 \sim t = +20$) において算出する。

超過リターン $AR_{i,t}$ の累積を表すのが累積超過リターン $CAR_{i,t}$ である。本研究においては、「働きがい認定企業」および「ベスト 100 企業」の内容が発表日前に漏れる可能性は低いと考え、累積超過リターンとしてはイベント・デイから 5 日後までに注目する。発表日から 5 日後までの累積超過リターンの算出は式 (3) で行う。

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^{t=+5} AR_{i,t} \quad (3)$$

あわせて、Filbeck and Preece (2003) や Faleye and Trahan (2011) を踏襲し、イベント・デイの前後 20 日 ($t = -20 \sim t = +20$)、前後 10 日 ($t = -10 \sim t = +10$)、前後 5 日 ($t = -5 \sim t = +5$) の累積超過リターンも参考として算出する。

6 平均超過リターン・累積平均超過リターンの算出

個別企業の超過リターンはマーケット・モデルの誤差項に強く影響されるので、イベント・スタディを行う際には「働きがい認定企業」「ベスト100企業」のポートフォリオとして分析を行うことが望ましい。そのため、各企業の超過リターンを平均して、ポートフォリオとしての「働きがい認定企業」「ベスト100企業」の平均超過リターン $\overline{AR}_t$ を式(4)のように算出する(nは企業数)。

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (4)$$

さらに、平均超過リターンを期間 T_1 から T_2 で累積して、累積平均超過リターン $\overline{CAR}(T_1, T_2)$ を式(5)で算出する。

$$\overline{CAR}(T_1, T_2) = \sum_{T_1}^{T_2} \overline{AR}_t \quad (5)$$

前述の通り、本研究が主として検証するのは、 T_1 はイベント・デイである $t=0$ 、 T_2 は5日後である $t=5$ である。

もし、働きがいのある会社であると認定されることやベスト企業であるという発表が株価を高める追加的な情報となるならば、平均超過リターン $\overline{AR}_t$ や累積平均超過リターン $\overline{CAR}(T_1, T_2)$ が正の値となる。平均超過リターン $\overline{AR}_t$ や累積平均超過リターン $\overline{CAR}(T_1, T_2)$ の検定は、それぞれを標準誤差で割った標準化された平均超過リターンや標準化された累積平均超過リターンが標準正規分布に従うと想定して行う¹³⁾。

IV 分析結果

1 「働きがい認定企業」の超過リターン

表2は2022年版「働きがい認定企業」23社の発表日前後5日の平均超過リターン $\overline{AR}_t$ 、発表日以降5日後まで($t=0 \sim t=+5$)の累積平均超過リターン $\overline{CAR}$ 、それらの統計的な有意性を示すt値、超過リターンの正負の社数を表している。図1では平均超過リターン $\overline{AR}_t$ と累積平均超過リターン $\overline{CAR}$ を図示した。

2022年版「働きがい認定企業」23社の発表日の平均超過リターンは-0.33%と負の値となっており、また発表翌日には-1.20%と統計的にも有意(5%水準)な値となっている。その後も発表日の3日後まで超過リターンは負で継続しており、累積平均超過リターン $\overline{CAR}(0, 2)$ 、 $\overline{CAR}(0, 3)$ は負で有意(5%水準)となった。また、発表日から3日後までの期間で超過リターンが正となった企業は負になった企業よりも少なかった。

表2では、企業規模別や認定日別の平均超過リターン $\overline{AR}_t$ 、累積平均超過リターン $\overline{CAR}$ の算定結果も示しており、大規模企業4社に絞った分析では発表2日後の平均超過リターン $\overline{AR}_t$ が正で有意(5%水準)となったものの、発表日および発表翌日のリターンは負であった。中規模企業17社に絞った場合は発表翌日と2日後の平均超過リターン $\overline{AR}_t$ は負で有意傾向(10%水準)となった。また、認定日別に分けて分析した結果は、2021年12月に認定された企業8社の平均超過リターン $\overline{AR}_t$ が発表翌日のみ負で有意(5%水準)の結果を示した。また、2021年10月に認定された企業7社の累積平均超過リターン $\overline{CAR}(0, 2)$ 、 $\overline{CAR}(0, 3)$ は負で有意(5%水準、10%水準)の結果を示した。これらの一貫しない結果および多くの超過リターンが負であったことは、GPTWジャパンの「働きがい認定企業」となることが、短期的には株価の上昇要因とはならないことを示唆している。

なお、本研究ではポートフォリオとしての「働きがい認定企業」の超過リターンに注目しているが、付表1では参考として23社各社の認定時期、業種、規模、超過リターン、累積超過リターンおよびt値を示している。また、マーケット・モデルに関する情報(係数、調整済決定係数)や、前後20日、前後10日、前後5日の累積超過リターンも加えている。

2 「ベスト100企業」の超過リターン

表3は2022年版「働きがいのある会社」ランキングベスト100に選出された11社(ベスト100企業)の分析結果を示している。図2は平均超過リターン $\overline{AR}_t$ と累積平均超過リターン $\overline{CAR}$ を図示した。前項の「働きがい認定企業」の分析結果

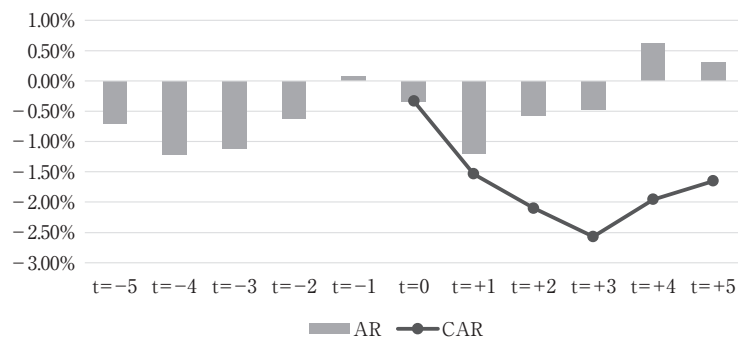
表2 「働きがい認定企業」の分析結果

働きがい認定企業 23 社					大規模企業 4 社				中規模企業 17 社			
	AR	t 値	+	-	AR	t 値	+	-	AR	t 値	+	-
t = -5	-0.70%	-1.198	10	13	-0.54%	-0.435	1	3	-1.02%	-1.456	7	10
t = -4	-1.22%	-2.069**	8	15	0.66%	0.532	2	2	-1.64%	-2.341**	6	11
t = -3	-1.11%	-1.886*	6	17	-1.53%	-1.237	1	3	-0.84%	-1.204	5	12
t = -2	-0.62%	-1.047	9	14	-1.03%	-0.834	1	3	-0.59%	-0.838	7	10
t = -1	0.07%	0.113	13	10	1.53%	1.239	3	1	-0.37%	-0.535	9	8
t = 0	-0.33%	-0.569	8	15	-1.06%	-0.853	1	3	-0.19%	-0.268	6	11
t = +1	-1.20%	-2.046**	6	17	-1.47%	-1.186	1	3	-1.16%	-1.662*	5	12
t = +2	-0.56%	-0.961	10	13	2.45%	1.983**	3	1	-1.23%	-1.752*	6	11
t = +3	-0.47%	-0.796	9	14	0.47%	0.382	2	2	-0.56%	-0.803	7	10
t = +4	0.61%	1.042	15	8	0.32%	0.258	3	1	0.71%	1.014	11	6
t = +5	0.30%	0.514	11	12	0.13%	0.105	1	3	0.23%	0.331	9	8
CAR					CAR				CAR			
t 値					t 値				t 値			
0, +1	-1.54%	-1.849*			-2.52%	-1.442			-1.35%	-1.364		
0, +2	-2.10%	-2.065**			-0.07%	-0.032			-2.58%	-2.126**		
0, +3	-2.57%	-2.186**			0.40%	0.163			-3.14%	-2.242**		
0, +4	-1.96%	-1.489			0.72%	0.261			-2.43%	-1.552		
0, +5	-1.65%	-1.150			0.85%	0.281			-2.20%	-1.282		

2021 年 10 月認定企業 7 社					2021 年 11 月認定企業 5 社				2021 年 12 月認定企業 8 社			
	AR	t 値	+	-	AR	t 値	+	-	AR	t 値	+	-
t = -5	-0.30%	-0.271	4	3	0.04%	0.033	3	2	-1.55%	-1.529	1	7
t = -4	-2.34%	-2.084**	1	6	0.74%	0.621	4	1	-2.03%	-2.004**	1	7
t = -3	-1.59%	-1.422	0	7	-1.75%	-1.469	0	5	-0.84%	-0.835	4	4
t = -2	-0.56%	-0.501	3	4	0.32%	0.269	2	3	-1.33%	-1.312	3	5
t = -1	0.35%	0.311	6	1	-1.04%	-0.876	1	4	0.47%	0.469	5	3
t = 0	-0.16%	-0.142	4	3	-0.98%	-0.823	1	4	0.12%	0.117	3	5
t = +1	-1.82%	-1.626	1	6	1.01%	0.850	3	2	-2.31%	-2.280**	2	6
t = +2	-1.84%	-1.641	1	6	-1.94%	-1.630	2	3	0.94%	0.933	5	3
t = +3	-0.33%	-0.295	3	4	-0.20%	-0.166	2	3	-0.75%	-0.740	3	5
t = +4	1.09%	0.973	6	1	-0.77%	-0.644	2	3	1.36%	1.344	6	2
t = +5	1.60%	1.429	5	2	-1.34%	-1.125	0	5	0.09%	0.092	4	4
CAR					CAR				CAR			
t 値					t 値				t 値			
0, +1	-1.98%	-1.250			0.03%	0.019			-2.19%	-1.529		
0, +2	-3.82%	-1.968**			-1.91%	-0.925			-1.24%	-0.710		
0, +3	-4.15%	-1.852*			-2.10%	-0.884			-1.99%	-0.985		
0, +4	-3.06%	-1.221			-2.87%	-1.079			-0.63%	-0.280		
0, +5	-1.46%	-0.531			-4.21%	-1.444			-0.54%	-0.218		

- 注：1) AR は平均超過リターン，CAR は累積平均超過リターン
2) 認定企業発表日（各月 1 日）を 0 日（t=0）として算出
3) **，* はそれぞれ統計上 5%，10% 水準（両側 t 検定）で有意を示す
4) + は超過リターンが正の社数，- は超過リターンが負の社数
5) 1 社しかない認定日については個社のデータと同一になるため分析していない（詳細は付表 1 参照）
6) 株価は東洋経済新報社の株価 CD-ROM より収集

図 1 「働きがい認定企業」の平均超過リターン・累積平均超過リターン



注：AR は平均超過リターン，CAR は累積平均超過リターン

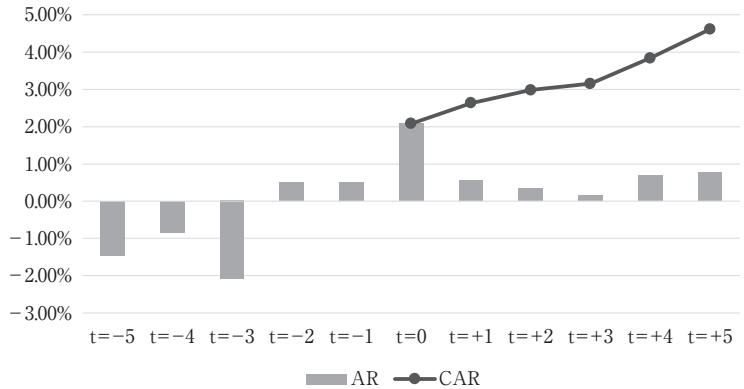
表3 「ベスト100企業」の分析結果

	ベスト100企業11社			
	AR	t 値	+	-
t = -5	-1.46%	-1.625	2	9
t = -4	-0.85%	-0.950	7	4
t = -3	-2.09%	-2.327**	3	8
t = -2	0.49%	0.543	6	5
t = -1	0.50%	0.553	5	6
t = 0	2.08%	2.312**	9	2
t = +1	0.55%	0.617	4	7
t = +2	0.35%	0.388	5	6
t = +3	0.17%	0.187	5	6
t = +4	0.69%	0.765	5	6
t = +5	0.78%	0.866	8	3

	CAR	t 値
0, +1	2.63%	2.071**
0, +2	2.98%	1.915*
0, +3	3.15%	1.752*
0, +4	3.84%	1.909*
0, +5	4.61%	2.096**

注：1) ARは平均超過リターン、CARは累積平均超過リターン
 2) ランキング発表日（2022年2月10日）を0日（t=0）として算出
 3) **, *はそれぞれ統計上5%、10%水準（両側t検定）で有意を示す
 4) +は超過リターンが正の社数、-は超過リターンが負の社数
 5) 株価は東洋経済新報社の株価CD-ROMより収集

図2 「ベスト100企業」の平均超過リターン・累積平均超過リターン



注：ARは平均超過リターン、CARは累積平均超過リターン

とは異なり、イベント・デイの平均超過リターンは2.08%であり、正で有意（5%水準）の値を示した。発表日の超過リターンが正であった企業と負であった企業はそれぞれ9社、2社である。また、その後も超過リターンは正で継続しており、累積平均超過リターンCARも発表時から5日後まで正で有意（5%～10%水準）な結果が続く。累積平均超過リターンCAR(0,5)は4.61%である（5%水準で有意）。

この結果は、「働きがいのある会社」ランキングベスト100に選出されることが株価に好意的な追加情報となる可能性を示している。働きがいがあると認定されるだけではなく、その中でもランキング入りを果たしてベストプラクティス企業とみなされることは株主価値の増大に影響する可能性を示唆する結果である。

なお、付表2では付表1と同様に11社各社の詳細なデータを示した。

3 「ベスト100企業」と比較対象企業の超過リターン差

前項の結果は、「働きがいのある会社」ランキ

ングベスト100の発表が超過リターンの原因となる可能性を示したが、この発表と同時期に生じた別の要因が市場全体に影響を及ぼし、超過リターンを生み出した可能性がある。あるいは、「ベスト100企業」が属する特定の業界に影響を及ぼした要因が存在する可能性もある¹⁴⁾。

毎月発表される「働きがい認定企業」とは異なり、「働きがいのある会社」ランキングベスト100の発表は年に1回であるため、認定時期にサンプルを分けて分析することができない。そのため、特定の時期が市場全体あるいは特定の業界に与えた影響を排除する分析として、Karpoff, Malatesta and Walking (1996) や井上・加藤 (2007) の方法に基づき、証券取引所の業種が同一で発表直前の時価総額が最も近い企業を「ベスト100企業」の比較対象会社としてそれぞれ特定し、「ベスト100企業」と同様に超過リターンを計算してその平均値を比較した。

表4の分析結果は、ランキング発表当日の「ベスト100企業」の平均超過リターンが比較対象企業の平均超過リターンと比較して有意（5%水準）に高かったことを示した。ランキングベスト100

表4 「ベスト100企業」と比較対象企業の平均超過リターンの差

	ベスト100企業	比較対象企業	平均値の差	t値
t = -5	-1.46%	-1.10%	-0.36%	-0.351
t = -4	-0.85%	1.36%	-2.22%	-0.907
t = -3	-2.09%	-0.50%	-1.59%	-1.331
t = -2	0.49%	-1.91%	2.40%	1.815*
t = -1	0.50%	0.89%	-0.39%	-0.391
t = 0	2.08%	-0.07%	2.15%	2.298**
t = +1	0.55%	-1.91%	2.47%	1.060
t = +2	0.35%	-0.33%	0.68%	0.546
t = +3	0.17%	2.14%	-1.97%	-1.140
t = +4	0.69%	-0.99%	1.67%	1.306
t = +5	0.78%	0.68%	0.09%	0.102

注：1) 「ベスト100企業」11社とその比較対象企業11社の超過リターンの平均値

2) **, *はそれぞれ統計上5%, 10%水準(両側t検定)で有意を示す

の発表時の市場環境を考慮しても、「ベスト100企業」と認定されることは株価を高める影響がある可能性が示唆されており、前項表3の分析結果を支持する結果である。

付表3では比較対象企業11社の詳細なデータを示している。

V 考察と結論

本研究は、サンプルサイズが小さいという限界はあるものの、働きがいのある会社として認定される、あるいは特に優れた働きがいがある会社としてランクインしたと発表される前後の株価に注目してイベント・スタディを行い、超過リターンが生み出されているのかを検証した。

イベント・スタディの結果は、GPTWによる「働きがい認定企業」として認定されること自体は株価にプラスの影響を与えるとは言えないことを示した。一方で、「働きがい認定企業」として認定されるだけでなく、「働きがいのある会社」ランキングベスト100に選出されることは株価に正の影響があることを示した。この理由として、以下の2通りの可能性が考えられる。

1つは、働きがいのある会社と認識される企業の中でも働きがいの質をさらに高め、特に優れている企業だと認められる(ランキングベスト100に選出される)ニュースが株価に正のインパクトを与える可能性である。この解釈は、「ベスト100企業」の株価パフォーマンスが「働きがい認定企業」のそれを上回るという本合(2023a)や、

米国のデータを用いた Carvalho and Areal (2016)とも整合するものである。

もう1つは、「働きがい認定企業」の認定は株式投資家に広く認知されていないため株価は反応しない一方で、より認知されているランキングベスト100の発表のみが株価に正のインパクトを与えているという可能性である。「働きがい認定企業」の発表は毎月の最初の営業日にGPTWジャパンのWeb上で発表され、GPTWジャパンの取引先、同社のセミナーに参加した人、同社の社員と名刺交換を行った人に電子メールで発表の告知があるのみである。それに対して、「働きがいのある会社」ランキングベスト100の発表は、外部ゲストによるスピーチや対談を含めた発表・表彰式が開催される。加えて、同日記者発表会も行われる¹⁵⁾。そのため、「働きがいのある会社」ランキングベスト100に選定されて初めてポジティブなイベントとして認知されている可能性は否定できない。

どちらの可能性が高いのかを判断するのは難しいが、いずれにしても、働きがいのある会社と認識されるニュースが、株価とそれによって構成される株主価値および企業の市場価値にポジティブな影響を与えているとは考えられる。

従業員の働きがいを向上させる取り組みを企業が行うことは、一次的、直接的には企業の数あるステークホルダーのうち従業員に焦点を当てたものである。また、その取り組みは短期的には利益の圧迫要因となる可能性が高い。しかしながら、その効果の対象は従業員のみにとどまらず、働き

がいが高い企業であるということのブランドは企業全体の価値を向上させる要因になると期待され、企業の所有者である株主の富を増大させる可能性があることを本研究の結果は示している。

企業が長期的に財務業績を改善させ企業価値の向上を目指すためには、従業員の働きがいを高めることも重要であるという本研究の示唆は、人材の価値を最大限に引き出すことが企業価値向上につながるとする人的資本経営の考え方とも整合するものと言える。

最後に本研究の限界について述べる。本研究では2022年版「働きがい認定企業」リストに注目してイベント・スタディを行ったが、働きがいや人的資本経営への注目が高まるにつれてこの結果は変化することも考えられる。投資家の関心が高まれば、「働きがい認定企業」およびランキングベスト100の発表が株価に与える影響は大きくなる可能性もあるが、一方で関心が高まることにより、効率的な株式市場においてはその情報が発表前に織り込まれ、発表が追加的なニュースとなりにくい可能性もある。分析対象データの拡張は今後の課題である¹⁶⁾。

謝辞 働きがい認定企業のデータと情報提供にご協力いただいたGPTW ジャパンに深く感謝申し上げます。また、匿名の論文査読者2名の先生からは大変丁寧かつ貴重なコメントをいただきました。お礼申し上げます。

- 1) 経済産業省は「人的資本経営とは、人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる経営のあり方です」としている（経済産業省2024）。
- 2) 米国においては、毎年 *FORTUNE* 誌で“Best Companies to Work For”として発表される。
- 3) 2022年度版働きがい認定企業に投資した場合の投資額は5年後に2.3倍に、またランキングベスト100に選ばれた企業に投資した場合は投資額は約2.5倍になっていた（年率のリターンはそれぞれ18.2%, 20.4%である）。同時期のTOPIXと日経平均は1.29倍, 1.47倍であった（年率のリターンはそれぞれ5.2%, 8.0%）。
- 4) 荒川（2023）ではさまざまな会社の事例に基づいて、働きがいを高める施策の具体例が示されている。例えばダイバーシティ理解のためのワークショップの開催、従業員の心理的安全性を高める上司部下間の1対1ミーティング、リモートワークの実施などが含まれる。
- 5) モデルの詳細についてはGPTW ジャパン（2024a）が詳しい。
- 6) GPTW ジャパンは2024年3月14日（木）に「働きがい認定の採用ブランディングへの活かし方」というタイトルで相談会を行った（GPTW 2024e）。
- 7) 2021年以前は毎月の「認定」というプロセスはなく、年に

- 1度ランキング企業のみが発表されていた。ランキング企業は毎年増加してきており、例えば2019年は145社、2020年は155社、2021年は160社であった。
- 8) 毎月の発表の際には、GPTW ジャパンの取引先、同社のセミナーに参加した人、同社の社員と名刺交換を行った人には電子メールで発表の告知がある。なお、2023年3月より当月分の認定企業が翌月1日に発表されている。
- 9) 日本における働きがいのデータと整合させるため、海外の親会社が上場していたとしても、日本法人が上場していなければ対象からは除いている。また、取引がなく日次リターンが多くの日で計算できない企業1社は除いている。
- 10) イベント・スタディにおいて超過リターンを測定するためのモデルとしては、マーケット・モデルの他に固定平均リターンモデルや市場調整リターンモデルがあるが、Weston, Chung and Siu（1998：93）はいずれのモデルでも結果は似通ったものになるとしており、また、Campbell, Lo and MacKinlay（1997=2003：164）は、APT（Arbitrage Pricing Theory）などの経済モデルもマーケット・モデルと比較して便益はほとんどないとしていることから、本研究では先行研究を踏襲してマーケット・モデルを使用する。
- 11) 日次リターンは以下の式で計算される。 $(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$ ただし、 $P_{i,t}$ は t 日における企業 i の株価。なお、TOPIX の日次リターンの計算も同様に行われている。
- 12) 120日間という推定期間は推定に十分な日数を確保すると同時に、なるべく多くの企業を分析対象とするために設定した。例えば、推定期間を180日とした場合、2020年12月17日に上場したランキングベスト100社にも選定されている「かつこ株式会社」は分析対象とはならない。
- 13) 検定方法は、Weston, Chung and Siu（1998：104-105）およびCampbell, Lo and MacKinlay（1997=2003：166）を参考にした。
- 14) 表1に示すように、分析対象となっている「ベスト100企業」11社のうち、過半を占める6社が情報・通信業に属している。
- 15) 記者発表の開催に関してはGPTW ジャパンの担当者に確認し2024年8月5日にメールで回答を得た。
- 16) 2023年版の認定企業は264社、ランキングエントリー企業は634社、2024年版の認定企業は239社、ランキングエントリー企業は653社であった。

参考文献

- 荒川陽子（2023）『働きたくなる職場のつくり方』かんき出版。
井上光太郎・加藤英明（2007）「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』Vol. 58, No. 3, pp. 203-216。
金融庁（2022）「「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について」2022年11月7日。（<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>）（最終閲覧日2024年4月8日）
経済産業省（2020）「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書——人材版伊藤レポート」2020年9月。（https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kigyo_kachi_kojo/pdf/20200930_1.pdf）（最終閲覧日2024年4月8日）
——（2022）「人的資本経営の実現に向けた検討会報告書——人材版伊藤レポート2.0」2022年5月。（https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/pdf/report2.0.pdf）（最終閲覧日2024年4月8日）
——（2024）「人的資本経営——人材の価値を最大限に引き出す」。（https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/index.html）（最終閲覧日2024年4月8日）
本合暁詩（2023a）「「働きがいのある会社」の株価パフォーマンス」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー No. 6。

- (2023b) 「『働きがい』は財務業績を高めるのか——「働きがいのある会社」の株価パフォーマンス分析」『立教ビジネスレビュー』第16号, pp. 13-22.
- リクルートマネジメントソリューションズ (2010) 「日本における『働きがいのある会社』ベスト25企業の株価パフォーマンス」. (https://www.recruit-ms.co.jp/research/study_report/0000000279/) (最終閲覧日 2024年4月8日)
- (2012) 「2012年『働きがいのある会社』ランキング上位企業の株価パフォーマンス」. (https://www.recruit-ms.co.jp/research/study_report/0000000292/) (最終閲覧日 2024年4月8日)
- GPTW ジャパン (2022a) 「GPTW の歴史」. (<https://hatarakigai.info/about/history.html>) (最終閲覧日 2024年4月8日)
- (2022b) 「2022年版 日本における『働きがいのある会社』ランキング ベスト100 (524社参加)」. (<https://hatarakigai.info/ranking/japan/2022.html>) (最終閲覧日 2024年4月8日)
- (2022c) 「Best Workplaces Award 2022——2022年版日本における『働きがいのある会社』ベスト100発表」. (https://hatarakigai.info/news/2022/0202_536.html) (最終閲覧日 2024年4月8日)
- (2024a) 「全員型『働きがいのある会社』モデル」. (https://hatarakigai.info/hatarakigai/gptw_model/) (最終閲覧日 2024年8月25日)
- (2024b) 「『働きがいのある会社』認定・ランキングの評価方法」. (<https://hatarakigai.info/ranking/evaluation/>) (最終閲覧日 2024年8月25日)
- (2024c) 「留意事項」. (<https://hatarakigai.info/survey/consideration.html>) (最終閲覧日 2024年8月25日)
- (2024d) 「採用の応募数、内定承諾率を高めませんか?」. (https://hatarakigai.info/ranking_service/) (最終閲覧日 2024年8月25日)
- (2024e) 「GPTW 代表荒川×シニアコンサルタント今野の働きがい認定よろず相談会「働きがい認定の採用ブランディングへの活かし方」を徹底解説」. (<https://gptw.hatarakigai.info/public/seminar/view/5941?>) (最終閲覧日 2024年4月8日)
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. and MacKinlay, A. C. (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. (=2003, 祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版)
- Carhart, M. (1997) "On Persistence in Mutual Fund Performance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp. 57-82.
- Carvalho, A. and Areal, N. (2016) "Great Places to Work[®]: Resilience in Times of Crisis," *Human Resource Management*, Vol. 55, No. 3, pp. 479-498.
- Edmans, A. (2011) "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices," *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 3, pp. 621-640.
- Faleye, O. and Trahan, E. A. (2011) "Labor-Friendly Corporate Practices: Is What is Good for Employees Good for Shareholders?" *Journal of Business Ethics*, Vol. 101, pp. 1-27.
- Filbeck, G. and Preece, D. (2003) "Fortune's Best 100 Companies to Work for in America: Do They Work for Shareholders?" *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30, No. 5-6, pp. 771-797.
- Fulmer, I. S., Gerhart, B. and Scott, K. S. (2003) "Are the 100 Best Better? An Empirical Investigation of the Relationship between Being a "Great Place to Work" and Firm Performance," *Personnel Psychology*, Vol. 56, No. 4, pp. 965-993.
- Goenner, C. F. (2008) "Investing in Fortune's 100 Best Companies to Work for in America," *Journal of Economic Insight*, Vol. 34, No. 1, pp. 1-19.
- Hannon, J. M. and Milkovich, G. T. (1996) "The Effect of Human Resource Reputation Signals on Share Prices: An Event Study," *Human Resource Management*, Vol. 35, No. 3, pp. 405-424.
- Jensen, M. C. (1968) "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 389-416.
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. and Walking, R. (1996) "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, No. 3, pp. 365-395.
- Weston, J. F., Chung, K. S. and Siu, J. A. (1998) *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance, 2nd Edition*, Prentice Hall.

付表1 「働きがい認定企業」超過リターン 1/2

証券コード	横河電機	ディスコ	セブテニ グループ	テイクアンド ギヴ・ニーズ	GMO ベイメント グループ	GMO ベバボ	ラクス	北の達人コーポ レーション	スノーピーク	日置電機	モバイル ファクトリー	サーバー ワークス
規模	6841 大	6146 大	4293 大	4331 大	3769 中	3633 中	3923 中	2930 中	7816 中	6866 中	3912 中	4434 中
発表年月	2021/11/1	2021/12/1	2021/12/1	2021/12/1	2021/6/1	2021/10/1	2021/10/1	2021/10/1	2021/10/1	2021/10/1	2021/10/1	2021/11/1
ベスト100 順位	ランク外	4	10	12	ランク外	14	23	36	ランク外	ランク外	ランク外	38
業種	電気機器	機械	サービス業	サービス業	情報・通信業	情報・通信業	情報・通信業	食料品	その他製品	電気機器	情報・通信業	情報・通信業
マーケット・モデル												
α	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01**	0.00	0.01*	0.01**	0.00	0.00
β	1.41***	0.98***	1.02***	1.24***	0.93***	0.87***	0.21	0.55**	0.84**	1.48***	1.30***	0.90***
調整済決定係数	0.572	0.268	0.154	0.093	0.118	0.085	-0.004	0.042	0.045	0.209	0.104	0.079
標準誤差	0.013	0.016	0.024	0.038	0.024	0.027	0.032	0.024	0.035	0.028	0.036	0.030
AR												
t = -5	0.19%	-1.30%	-0.56%	-0.48%	1.60%	3.20%	-4.26%	0.40%	-4.40%	-1.43%	1.85%	0.09%
t = -4	3.74%***	-0.34%	-2.70%	1.94%	0.46%	-0.70%	-6.58%**	0.05%	-5.66%	-0.41%	-1.27%	-2.85%
t = -3	-0.77%	0.08%	-1.18%	-4.26%	1.44%	-0.29%	-3.88%	-0.50%	-2.36%	-2.14%	-0.16%	-1.21%
t = -2	-0.56%	3.20%*	-0.21%	-6.56%*	-2.84%	-0.61%	-5.19%	-0.57%	-1.26%	0.71%	2.56%	-0.25%
t = -1	1.08%	3.18%*	-0.87%	2.74%	0.78%	1.71%	2.21%	0.83%	-6.74%*	1.24%	1.42%	-4.84%
t = 0	-1.10%	-1.06%	-2.40%	0.34%	-0.40%	1.63%	-0.58%	0.29%	-1.74%	-3.39%	1.71%	-1.29%
t = +1	-1.36%	1.12%	-0.79%	-4.84%	-1.18%	-4.87%*	1.60%	-1.64%	-2.59%	-2.15%	-1.15%	0.91%
t = +2	2.80%**	-1.16%	2.56%	5.62%	-0.50%	-0.43%	-6.70%**	-1.08%	-1.53%	0.32%	-0.67%	-4.43%
t = +3	-0.69%	1.11%	-1.19%	2.66%	-4.25%*	-1.01%	-2.09%	0.79%	0.75%	-0.64%	1.63%	2.28%
t = +4	0.93%	-1.23%	1.26%	0.32%	2.30%	0.96%	1.78%	-2.45%	2.76%	0.25%	1.08%	-2.81%
t = +5	-0.76%	-1.23%	2.72%	-0.21%	0.60%	-0.28%	3.76%	1.40%	0.76%	-0.94%	0.50%	-0.14%
CAR												
0, +5	-0.18%	-2.45%	2.16%	3.88%	-3.42%	-4.00%	-2.22%	-2.69%	-1.60%	-6.55%	3.11%	-5.48%
-5, +5	3.49%	2.38%	-3.36%	-2.74%	-1.99%	-0.69%	-19.91%*	-2.49%	-22.02%*	-8.58%	7.52%	-14.53%
-10, +10	3.14%	1.25%	-10.74%	-6.75%	8.95%	-5.69%	-38.83%***	-10.98%	-15.28%	-9.45%	2.41%	11.16%
-20, +20	18.86%**	19.63%*	2.93%	-33.40%	4.90%	-14.01%	-28.86%	-14.29%	-17.05%	-29.73%*	-0.08%	1.92%

注：1) 企業名は「働きがい認定企業」リストの名称から「株式会社」という表記を削除

2) 「働きがい認定企業」と上場企業名が異なる以下の企業は () 内の企業の株価を使用
セブテニグループ (セブテニ・ホールディングス), GMO ベイメントグループ (GMO ベイメントゲートウェイ), 日置電機 (HIOKI), freee (フリー)

3) 規模は2022年版 日本における「働きがいのある会社」ランキング ベスト 100 の分類に基づく。大規模部門 1000 人以上, 中規模部門 100-999 人, 小規模部門 25-99 人

4) 発表年月は働きがい認定企業が発表された月 (当月 1 日)

5) 業種は証券取引所の分類

6) マーケット・モデルの α , β はイベントの 21 日前～140 日前までの 120 取引日のデータを使用。***, **, * はそれぞれ統計上 1%, 5%, 10% 水準 (両側 t 検定) で有意を示す

7) AR は超過リターン, CAR は累積超過リターン。認定発表日 (各月 1 日) を 0 日 ($t=0$) として算出。***, **, * はそれぞれ統計上 1%, 5%, 10% 水準 (両側 t 検定) で有意を示す

8) 株価は東洋経済新報社の株価 CD-ROM より収集

付表 1 「働きがい認定企業」超過リターン 2/2

証券コード 規模	チーム スピリット	ソース ネットワーク	プロレド・ パートナース	free	マクアケ	ブイキューブ	ユナイテッド ドグロウ	イルグルム	CK サンエツ	かつこ	アイキューブ ドシステムズ	平均
発表年月	2021/11/1	2021/11/1	2021/11/1	2021/12/1	2021/12/1	2021/12/1	2021/12/1	2021/12/1	2022/1/1	2021/10/1	2021/8/1	
ベスト100 順位	ランク外	ランク外	ランク外	7	30	ランク外	ランク外	ランク外	2	40	ランク外	
業種	情報・通信業	情報・通信業	サービス業	情報・通信業	情報・通信業	情報・通信業	情報・通信業	情報・通信業	非鉄金属	情報・通信業	情報・通信業	
マーケット・モデル												
α	-0.01**	0.00*	-0.01*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
β	0.93***	1.31***	0.89***	1.20***	0.83***	0.83***	1.04***	0.80***	0.83***	0.83***	0.53*	
調整決定係数	0.088	0.285	0.063	0.148	0.049	0.065	0.122	0.142	0.185	0.107	0.018	
標準誤差	0.030	0.021	0.034	0.029	0.037	0.031	0.028	0.020	0.017	0.023	0.034	0.006
AR												
t = -5	2.74%	-2.09%	-0.74%	-6.19%**	-2.49%	-2.41%	1.13%	-0.07%	-4.26%**	2.52%	0.77%	-0.70%
t = -4	0.74%	0.33%	1.74%	-0.28%	-2.79%	-3.04%	-8.25%***	-0.75%	1.41%	-1.80%	-0.93%	-1.22%**
t = -3	-3.18%	-1.79%	-1.78%	2.11%	0.93%	0.50%	-4.18%	-0.76%	2.92**	-1.84%	-3.19%	-1.11*
t = -2	-3.11%	3.77%*	1.75%	-2.33%	0.18%	4.39%	-1.47%	-7.83%***	2.12%	0.43%	-0.48%	-0.62%
t = -1	-0.16%	-0.24%	-1.05%	-0.79%	1.05%	-3.08%	0.30%	1.26%	-0.25%	1.78%	-0.02%	0.07%
t = 0	0.09%	-2.01%	-0.59%	-2.88%	6.55%*	-0.53%	4.25%	-3.31*	-0.98%	0.96%	-1.24%	-0.33%
t = +1	3.11%	-0.28%	2.67%	-2.97%	0.61%	-4.33%	-4.97*	-2.29%	-0.28%	-1.98%	-0.03%	-1.20%**
t = +2	-6.58%**	-1.69%	0.21%	-0.75%	-4.10%	1.43%	2.64%	1.31%	1.69%	-2.79%	0.85%	-0.56%
t = +3	1.40%	-0.74%	-3.23%	-4.59%	1.51%	-0.30%	-2.68%	0.51%	4.12%**	-1.75%	-1.34%	-0.47%
t = +4	-2.77%	1.26%	-0.45%	1.56%	-0.59%	2.52%	4.01%	3.02%	-0.38%	3.26%	-2.52%	0.61%
t = +5	-1.42%	-2.63%	-1.73%	1.08%	-1.76%	1.00%	0.65%	-1.50%	4.61%***	6.03%***	-3.54%	0.30%
CAR												
0, +5	-6.18%	-6.09%	-3.12%	-8.54%	-0.79%	-0.21%	3.90%	-2.26%	8.78%**	3.73%	-7.83%	-1.65%
-5, +5	-9.15%	-6.10%	-3.21%	-16.03*	-3.91%	-3.85%	-8.57%	-10.41%	10.72%*	4.82%	-11.68%	-5.23%***
-10, +10	17.38%	6.69%	3.55%	-17.38*	-17.38%	-9.61%	6.26%	-14.90*	3.86%	0.88%	4.34%	-4.08%
-20, +20	13.52%	-6.13%	-8.70%	-21.23%	3.39%	-27.47%	10.55%	20.54%	14.88%	1.39%	3.97%	-3.67%

注: 1) 企業名は「働きがい認定企業」リストの名称から「株式会社」という表記を削除

2) 「働きがい認定企業」と上場企業名が異なる以下の企業は () 内の企業の株価を使用

セブテニグループ (セブテニ・ホールディングス), GMO ベイメントゲートウェイ (GMO ベイメントゲートウェイ), 日置電機 (HIOKI), free (フリー)

3) 規模は 2022 年版日本における「働きがいのある会社」ランキングベスト 100 の分類に基づく。大規模部門 100-999 人, 中規模部門 100-99 人, 小規模部門 25-99 人

4) 発表年月は働きがい認定企業が発表された月 (当月 1 日)

5) 業種は証券取引所の分類

6) マーケット・モデルの α , β はイベントの 21 日前〜140 日前までの 120 取引日のデータを使用。***, **, * はそれぞれ統計上 1%, 5%, 10% 水準 (両側 t 検定) で有意を示す

7) AR は超過リターン, CAR は累積超過リターン。認定発表日 (毎月 1 日) を 0 日 (t=0) として算出。***, **, * はそれぞれ統計上 1%, 5%, 10% 水準 (両側 t 検定) で有意を示す

8) 株価は東洋経済新報社の株価 CD-ROM より収集

付表2 「ベスト100企業」超過リターン

証券コード 規模 発表年月 ベスト100順位 業種	ディスコ 6146 大 2021/12/1 4 機械	セブテーニグ グループ 4293 大 2021/12/1 10 サービス業	テイクアンド ギザ・ニース 4331 大 2021/12/1 12 サービス業	GMO パハポ 3633 中 2021/10/1 14 情報・通信業	ラクス 3923 中 2021/10/1 23 情報・通信業	北の達人コー ポレーション 2930 中 2021/10/1 36 化学	サーバー ワークス 4434 中 2021/11/1 38 情報・通信業	freee 4478 中 2021/12/1 7 情報・通信業	マクアケ 4479 中 2021/12/1 30 情報・通信業	CK サンエツ 5757 中 2022/1/1 2 非鉄金属	かつこ 4166 小 2021/10/1 40 情報・通信業	平均
マーケット・モデル												
α	0.00	0.00	0.00	-0.01**	0.00	0.00*	0.00	0.00*	0.00	0.00**	0.00	
β	0.90***	1.23***	1.42***	1.05***	0.01	0.73***	0.84***	1.31***	0.74**	0.89***	1.17***	
調整済決定係数	0.261	0.164	0.125	0.190	-0.008	0.104	0.048	0.159	0.032	0.223	0.130	
標準誤差	0.015	0.028	0.038	0.022	0.039	0.021	0.036	0.031	0.038	0.017	0.031	0.009
AR												
t = -5	-2.15%	-0.30%	1.89%	-0.91%	3.42%	-1.56%	-2.60%	-8.75%***	-4.10%	-0.41%	-0.58%	-1.46%
t = -4	0.07%	0.49%	0.17%	-0.02%	-19.97%***	-1.78%	1.00%	7.09%**	3.51%	-0.93%	0.99%	-0.85%
t = -3	-0.31%	-4.51%	0.12%	0.30%	-1.97%	-2.57%	-2.75%	-7.97%***	-3.44%	-0.35%	0.46%	-2.09%**
t = -2	-0.59%	-0.02%	0.35%	5.86%***	0.44%	1.44%	-0.18%	-7.94%***	1.12%	-0.31%	5.20%*	0.49%
t = -1	2.83%*	-0.19%	-0.40%	-1.08%	-6.34%	2.85%	4.48%	2.74%	2.49%	-0.16%	-1.76%	0.50%
t = 0	2.31%	3.87%	0.94%	1.71%	-0.80%	6.12%***	1.47%	5.94%*	-1.51%	1.92%	0.89%	2.08%**
t = +1	-0.92%	8.61%***	13.18%***	-1.40%	-3.39%	-2.58%	-4.07%	-0.48%	-3.91%	0.90%	0.15%	0.55%
t = +2	-1.40%	7.00%**	5.81%	1.52%	1.14%	-0.32%	-1.24%	-3.98%	-1.62%	-3.77%***	0.72%	0.35%
t = +3	0.73%	5.60%**	2.94%	-0.51%	0.76%	-0.41%	0.93%	-1.59%	-3.34%	-0.55%	-2.69%	0.17%
t = +4	3.78%**	3.23%	2.40%	-0.28%	10.06%***	-3.40%	-1.19%	-3.97%	-3.14%	-0.10%	0.18%	0.69%
t = +5	-2.04%	6.12%**	0.64%	1.07%	0.66%	1.99%	1.03%	1.86%	1.23%	-0.24%	-3.76%	0.78%
CAR												
0, +5	2.45%	34.43%***	25.91%***	2.11%	8.43%	1.40%	-3.07%	-2.23%	-12.30%	-1.85%	-4.52%	4.61%**
-5, +5	2.29%	29.89%***	28.03%**	6.26%	-16.00%	-0.22%	-3.12%	-17.05%*	-12.71%	-4.00%	-0.22%	1.19%
-10, +10	-0.57%	44.03%***	19.79%	14.05%	-31.23%*	3.56%	3.11%	-1.44%	-21.05%	-6.84%	1.25%	2.24%
-20, +20	-11.49%	51.90%***	31.20%	18.75%	-31.70%	-12.23%	-4.43%	-20.24%***	-76.60%***	-11.26%	11.25%	-4.99%

注：1) 企業名は「働きがい認定企業」リストの名称から「株式会社」という表記を削除

2) 「働きがい認定企業」と上場企業名が異なる以下の企業は（ ）内の企業の株価を使用。セブテーニグループ（セブテーニ・ホールディングス）、freee（フリー）

3) 規模は2022年版日本における「働きがいのある会社」ランキングベスト100の分類に基づく。大規模部門1000人以上、中規模部門100-999人、小規模部門25-99人

4) 発表年月は働きがい認定企業が発表された月（当月1日）

5) 業種は証券取引所の分類

6) マーケット・モデルの α 、 β はイベントの21日前～140日前までの120取引日のデータを使用。***、**、*はそれぞれ統計上1%、5%、10%水準（両側t検定）で有意を示す

7) ARは超過リターン、CARは累積超過リターン。ランキング発表日（2022年2月10日）を0日（t=0）として算出。***、**、*はそれぞれ統計上1%、5%、10%水準（両側t検定）で有意を示す

8) 株価は東洋経済新報社の株価CD-ROMより収集

付表3 「ベスト100 企業」 比較対象企業超過リターン

証券コード 業種	マキタ	アイ・アール ジャパン	いであ	ベネフィット ジャパン	東映アニメー ション	第一工業製薬	ALBERT	NEC ネット エスアイ	日本通信	リョービ	ユビキタス AI コーポレーション	平均
6586 機械	6035	9768	3934	4816	4461	3906	1973	9424	5851	3858		
マーケット・モデル	サービス業	サービス業	サービス業	情報・通信業	情報・通信業	化学	情報・通信業	情報・通信業	情報・通信業	非鉄金属	情報・通信業	
α	0.00	-0.01**	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
β	1.03***	1.00***	0.73***	0.79***	0.75***	0.99***	1.22***	0.97***	0.71**	1.13***	0.90***	
調整決定係数	0.374	0.072	0.302	0.077	0.050	0.345	0.189	0.249	0.042	0.338	0.164	
標準誤差	0.014	0.035	0.011	0.027	0.032	0.014	0.026	0.017	0.033	0.016	0.021	0.007
AR												
t = -5	-2.64*	-2.43%	-0.80%	-2.17%	-0.17%	-0.39%	-2.66%	-1.23%	-1.04%	1.15%	0.30%	-1.10%
t = -4	-2.10%	0.57%	1.47%	0.77%	5.44*	-1.10%	-2.11%	0.27%	13.13%***	0.28%	-1.62%	1.36*
t = -3	1.28%	-1.52%	0.55%	4.13%	-6.48%**	-2.27%	-2.59%	0.16%	2.82%	1.26%	-2.88%	-0.50%
t = -2	-0.26%	0.51%	-0.89%	-3.11%	-3.65%	-2.12%	-2.82%	1.03%	-8.27%**	-0.38%	-1.11%	-1.91%***
t = -1	0.05%	4.14%	0.59%	0.82%	-0.01%	-0.98%	2.50%	0.11%	1.04%	0.38%	1.14%	0.89%
t = 0	0.62%	1.16%	-2.69%**	-1.99%	2.37%	-1.28%	0.24%	3.37%**	-1.92%	-1.21%	0.58%	-0.07%
t = +1	2.57*	-16.88%***	0.54%	-5.49%**	-1.45%	0.43%	-2.38%	-1.80%	1.24%	1.22%	0.97%	-1.91%***
t = +2	2.03%	-4.64%	0.07%	-2.08%	-0.26%	-0.67%	3.02%	1.52%	-0.43%	0.67%	-2.87%	-0.33%
t = +3	1.11%	-0.56%	0.09%	2.01%	3.35%	-0.87%	16.88%***	-2.46%	-0.01%	2.35%	1.67%	2.14%***
t = +4	-2.29%*	-1.02%	1.24%	-1.06%	-2.85%	0.76%	-1.43%	-1.28%	-1.55%	-1.60%	0.20%	-0.99%
t = +5	1.86%	-1.51%	-0.04%	0.62%	2.67%	-0.13%	4.71*	-0.47%	-0.79%	1.03%	-0.41%	0.68%
CAR												
0, +5	5.89%*	-23.45%***	-0.80%	-7.97%	3.83%	-1.77%	21.03%***	-1.11%	-3.46%	2.46%	0.14%	-0.47%
-5, +5	2.22%	-22.18%*	0.12%	-7.53%	-1.05%	-8.63%*	13.35%	-0.77%	4.24%	5.16%	-4.03%	-1.74%
-10, +10	-5.47%	-7.37%	6.94%	-1.32%	24.56%*	-7.36%	29.12%**	1.36%	12.63%	3.64%	-0.95%	5.07%
-20, +20	-13.65%	-7.63%	12.08%*	-9.21%	11.97%	-9.99%	35.78%**	8.45%	5.43%	-6.59%	-5.01%	1.97%

注：1) 業種は証券取引所の分類

2) マーケット・モデルの α , β はイベントの 21 日前～140 日前までの 120 取引日のデータを使用。***, **, * はそれぞれ統計上 1%, 5%, 10% 水準 (両側 t 検定) で有意を示す

3) AR は超過リターン, CAR は累積超過リターン。ランキング発表日 (2022 年 2 月 10 日) を 0 日 (t=0) として算出。***, **, * はそれぞれ統計上 1%, 5%, 10% 水準 (両側 t 検定) で有意を示す

4) 株価は東洋経済新報社の株価 CD-ROM より収集

〈投稿受付 2024 年 4 月 10 日, 採択決定 2024 年 11 月 14 日〉

ほんごう・あかし 昭和女子大学グローバルビジネス学部ビジネスデザイン学科教授, テンプル大学特別招聘教授。
主著に『対訳 英語で学ぶコーポレートファイナンス入門 (第2版)』(中央経済社, 2019年)。コーポレートファイナンス専攻。