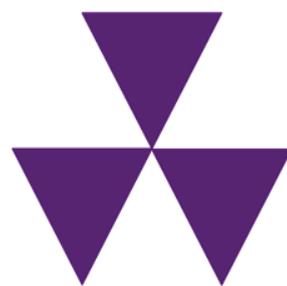


新近江商人企業

～三方よしから紐解く

サステナビリティの秘訣～



証券コード	企業（銘柄）名	購入金額（円）	構成比（％）
6702	富士通	290,909	5.93
6724	セイコーエプソン	290,850	5.93
8001	伊藤忠商事	288,384	5.88
8002	丸紅	286,440	5.84
8267	イオン	288,410	5.88
4902	コニカミノルタ	289,856	5.91
6594	日本電産	285,540	5.82
7912	大日本印刷	286,314	5.83
8031	三井物産	288,410	5.88
2502	アサヒグループ	289,500	5.90
7752	リコー	287,736	5.86
6504	富士電機	289,737	5.90
6645	オムロン	289,600	5.90
6501	日立製作所	290,640	5.92
6952	カシオ計算機	290,505	5.92
5711	三菱マテリアル	288,840	5.89
8058	三菱商事	285,936	5.83

応募区分	大学
チーム ID	SL500970
チーム名	トリプルスリー
学校	同志社大学・3年
リーダー名	川瀬優佳
メンバー名	中西涼
	緒方秀伎
	上田彩香
	西澤沙希
指導教員	新関三希代教授

要 旨

環境問題や社会問題の多様化・深刻化によって、持続可能な社会の実現が社会全体の大きな目標となっている。産業活動を通し社会に大きな影響をもたらす企業にも、これらの社会的課題解決の一端を担うことが求められており、日本政府によるコーポレートガバナンスの推進、また企業の責任をより広域なものとしている。このような流れを受け、日本においても CSR というものへの注目は高く、現在多数の企業がこれを実施するに至っている。CSR の定義は曖昧な部分が多いが、日本における CSR の定義は『競争力の源泉とし、企業価値向上につなげる』となっている。しかし、多くの企業は CSR を『業績を左右する要素』や『ビジネスチャンス』とは捉えておらず、その取り組みは社会的責任を果たし社会の信用を失わせないための、リスク管理としての機能しか果たしていないように思われる。

このような日本企業の現状とは対照的に、日本の CSR の起源ともいわれる三方よし経営を行っていた近江商人は、企業の公性を意識し、社会の利益なくしては企業の利益はない、という精神をもっていた。このような意識こそ、様々な問題を抱える現代社会の企業経営において最重要なのではないかと考えた。

そこでさらに、近江商人の企業価値と社会価値の同時実現という観点から、マイケル・ポーターの CSV という概念に注目した。CSV は、社会的課題の解決に取り組むことで企業の経済的価値を創造する、という新しい経営戦略である。社会貢献活動へ取り組むことも企業の責任であり、しっかりと取り組むことが必要不可欠である。しかしそれだけではなく、社会的課題を事業と一体的に捉えて解決に取り組むことが、企業の長期存続や企業価値向上のためには必要であると考えられる。

以上より我々は、『三方よし（売り手よし・買い手よし・世間よし）』に組み込み、『企業価値と社会価値の同時実現』の CSV に力を入れた現代版近江商人的経営を行う企業が今後長期的に成長する企業なのではないか、という仮説を立てた。仮説に基づきスクリーニングを行い選定した企業 17 社を『新近江商人企業』ポートフォリオとし、500 万円の仮想資金で株式投資を行った。また、近江商人的経営が企業価値に与える影響を実証分析により検証し、フィールドワークとして 7 社にヒアリング調査を行った。

目次

【STEP1】経済・株式投資学習内容を確認してみよう

【STEP2】レポート

第1章 暮らしや社会の変化と経済との関係

第1節 社会的課題と経済・企業活動への影響

第2章 投資テーマの決定

第1節 成長見込み分野や投資候補企業に関する記事・情報

第2節 投資テーマ及び選定理由

第3章 ポートフォリオの作成

第1節 スクリーニング概要

第2節 ポートフォリオ・投資比率決定

第3節 構成銘柄の値動き

第4章 投資家へのアピール

第1節 各企業の定性的分析

第2節 回帰分析

第3節 比較ポートフォリオによる優位性

第4節 フィールドワーク

第5章 日経STOCKリーグを通して学んだこと

第6章 参考文献

【STEP 1】 経済・株式投資学習内容を確認してみよう

【1-1 身近な暮らしから経済を考える】

- 「経済」とは、私たちの生活に必要な「財（モノ）」や「サービス」を（ 生産 ）し、（ 流通 ）させ、（ 消費 ）することをいう。
- 「財（モノ）」には、自分でお金を払って自分で消費する（ 私的財 ）と、不特定多数の人たちが利用する（ 公共財 ）がある。
- 経済活動を行う主体としては、生産と流通の主体である（ 企業 ）、財やサービスを消費する主体である（ 家計 ）、国民から税金を徴収し公共財の供給などを行う（ 政府 ）がある。
- 自分たちが必要とする品物を自分たちの社会で賄う自給自足型の経済とは異なり、より生産効率を上げるための現代の経済活動の基本原理は（ 分業 ）と（ 交換 ）である。
- 財やサービスの取引（交換）の手段として使われるお金（通貨）には、紙幣や硬貨などの（ 現金通貨 ）と、銀行口座などに預けてある（ 預金通貨 ）の2種類がある。
- 経済活動には、「限られたお金と時間をどう使うのか」という判断（意思決定）が常に求められる。その意味から、「経済とは（ 選択 ）である」と言うことができる。

【1-2 社会の変化から経済を考える】

- 土地や株などの資産価格が高騰し、日本中が好景気に沸いた 1980 年代後半から 1990 年頃までの状況を（ バブル景気 ）という。
- 日経平均株価が最も高かったのは（ 1989 ）年の（ 38,915 ）円で、いまだにこの株価がピークである。
- 出生率の低下などで子どもの数が減少し、人口構成に占める 65 歳以上の割合が急速に進んでいる状況を（ 少子高齢化 ）と呼び、日本が直面している大きな課題の一つである。
- 国の経済を成長させるためには、①（ 労働 ）の投入量を増やす、②（ 資本 ）の投入量を増やす、③技術革新を促し（ 生産性 ）を高める、ことが必要となる。
- 人口減少社会である日本では、（ 女性が活躍 ）する社会の実現が重要課題となっている。その際、労働力の確保という観点だけではなく、多様な働き方・生き方を選択できるような支援が必要となる。

【1-3 グローバルな課題から経済を考える】

- グローバル化の進展に伴い、多くの企業が世界規模で事業展開することで、（ モノ ）、（ カネ ）、（ ヒト ）、（ 情報 ）の動きや取引が活発化し、地球の一体化が進んでいる。
- 「経済のグローバル化」がもたらすメリットとデメリットを、それぞれ 3 つ以内で書き出してみよう。

メリット	デメリット
海外投資の積極化	産業の空洞化
技術移転の促進	異文化間トラブル
財・サービスの多様化	先進国と途上国の格差拡大

- 2 つ以上の国や地域間で、貿易などに関して締結される包括的な協定として、（ 自由貿

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（5/30）

易協定）と（経済連携協定）がある。

□投資しやすい環境整備と投資家や投資財産の保護を目的に、投資に関して二国間で締結する協定を（二国間投資）という。

□地球環境問題、人口問題、感染症対策など、人類共通のグローバルな対応が必要となる課題を（グローバルイシュー）という。

【1-4 経済の動きを読み解くための基礎知識】

□「一定期間に国内で生産されたモノやサービスの付加価値（もうけ）の合計額」のことを（GDP）といい、実際に市場で取り引きされている価格に基づいて推計された値の（名目GDP）と、そこから物価の変動分を取り除いた値の（実質GDP）の2種類がある。

□市場経済では、消費者・生産者の行動に対し（価格）が（インセンティブ）として機能している。

□例えば、1ドルを何円と両替できるのかといった、本国通貨と外国通貨の交換比率のことを（外国為替相場）という。

□政府は（財政政策）によって景気の安定をはかり、中央銀行（日本銀行）は物価の安定を目指して（金融政策）を行っている。

□金融の形態は、金融機関を通すか通さないかによって、（直接金融）と（間接金融）の2通りに分けられる。

【1-5 知っておきたい株式投資の基礎知識】

□世界で最初の株式会社は（1602）年にオランダで設立された（東インド会社）で、日本では商法に基づいて設立された株式会社としては（1883）年の（日本郵船）が第一号である。

□株式を所有することで得られる金銭的な利益には、（インカムゲイン）と（キャピタルゲイン）とがある。

□銀行預金と株式投資を比べた場合、一般に、元本が保証されている銀行預金は（安全性）に優れ、株価の値上がり期待できる株式投資は（収益性）に優れている。

□株式投資に伴うリスクとは、「（リターン）が得られるかどうか分からない度合」のことで、株価が日々変動する（価格変動）リスク、外貨預金などをする際の（為替変動）リスク、外国企業に投資する場合、その国の政治・経済状況の変化による（カントリー）リスク、企業の金利負担の増大を招く（金利変動）リスク、投資先企業の経営状態の悪化に伴う（信用）リスクなどがある。

□投資のリスクを小さくするためには、（投資先）と（時間）を分散させることが重要である。

【STEP 2】レポート

第1章 暮らしや社会の変化と経済との関係

第1節 社会的課題と経済・企業活動への影響

日常生活や社会全体をめぐって注目される最近の動きや、我々が直面している様々な社会的課題の中から、(1) 地球環境問題、(2) 循環型社会、(3) 企業の不祥事、の3点が特に重要と考えた。以下にそれぞれ選んだ理由と経済や企業活動への影響をまとめる。

(1) 地球環境問題

理由：

C02 排出による地球温暖化をはじめとし、地球環境に関する課題は世界各国が協働して取り組むべきものとされている。しかし、それに対してどのように取り組むかということに関しては未だに議論が続いており、またその成果も確かなものとはなっていない。

経済や企業活動への影響：

経済活動は、環境に大きな影響を与える。COP21 のような国際的な環境保全方針が合意に達した場合、日本政府はそれに沿った目標を掲げる。企業活動が環境に与える影響は大きく、企業もまた環境負荷を減らすような取り組みを行い、それに対応していかなければならない。

(2) 循環型社会

理由：

大量消費・大量生産の社会は終わり、地球上の全ての資源は有限でありそれを効率的に、または繰り返し活用することが不可欠になりつつある。有限な資源の効率的な活用は、現代に生きる我々のみならず将来の人々への影響も大きく、これに対する取り組みは早急に行うべきである。

経済や企業活動への影響：

企業活動には資源の利用が必要不可欠である。よって循環型社会への適応も当然求められるものであり、対応していかなければならない。また循環型社会に適した需要のある資源利用、例えば自然エネルギーなどを商品化することは今後企業利益に大きく貢献していくと考えられる。

(3) 企業の不祥事

理由：

2015 年は、食品偽装や粉飾決算等企业による不正が頻発した。企業による不祥事はいつでも起こりうるものであるが、今年は特に目立っていたように感じる。我々消費者は企業の不祥事により被害を受ける立場にあり、これほど不祥事が生じたことに問題意識をもった。

経済や企業活動への影響：

不祥事が起こった場合、企業は信頼を失い、売り上げ低下や株価下落さらには倒産に至る恐れもある。そのため企業は不祥事防止に配慮しなければならないが、今年のような企業の不祥事を受けてその重要性は再確認されたことと考えられる。またこのような多数の不祥事報道により消費者の目も厳しくなっている。そのため、企業は利益追求のみでなく、リス

ク回避により力を入れなければならなくなり、企業にとって社会的信頼獲得が急務となっている。

第2章 投資テーマの決定

第1節 成長見込み分野や投資候補企業に関する記事・情報

第1章でまとめたことなどを基にしながら、「今後成長が見込まれる分野」及び「投資してみたい企業」について考え、それに関連する記事や情報を2点選び出したため、以下に示す。

(1) ESG投資

日付：2015年9月25日

出所：日本経済新聞

内容（概要）：

コーポレートガバナンス・コードが導入され上場企業は株主還元強化を表明しているが、長期的な市場評価を高めるためにはそれだけではなく、株主以外とも適切に協働することが求められる。そこで重要なのがESG(環境、社会、統治)である。ESGを見て投資を行うことは欧州や米国では注目されているが、日本での理解はこれからとされている。しかし、公的年金が動けば日本でもESGが主流な投資手法として浸透する可能性がある。このような投資手法が提唱された背景にはリーマンショック後に広がった金融資本主義への反省があり、単に利益追求をするのではなく、社会に良い影響を与えながら利益追求もするという考えが投資家を惹きつけた。この考えはマイケル・ポーターのCSVと通じるものがある。ステークホルダーにとって良い会社を目指すことは、株式市場で良い投資対象であるということと矛盾はない。

理由：

第1章の第1節で述べたような企業の不祥事とは対症的に、不祥事防止に繋がる「統治」をしっかりと行い、さらに「環境」や「社会」のためになる行いをする企業は、信頼できる企業とみなして問題ないと考えた。またESGに注力するということは、「環境問題」にも配慮し「循環型社会」への適応にも積極的であるはずである。このようなESGへの取り組みはCSRの一部でありCSRは現在日本においても広く注目されている。またCSVの概念を用いるということは、それらの需要に応える事業も行うため、単に社会問題に対応しているだけでなく、企業としても利益をあげるものと考えた。

(2) CSR・三方よし

日付：2015年9月29日

出所：日経ビジネスオンライン

内容（概要）：

9月25日に国連サミットでSDGs(持続可能な開発目標)が採択された。これは環境問題を含めた様々な社会的課題を意識した活動を促す内容の、2030年までに達成を目指す目標である。国家レベルでの取り決めだが、経営方針のガイドラインとなるため企業活動にも大きく関係する。このようなSDGsに対して日本企業はどう取り組んでいくべきなのかを考えたとき、『世のため人のため』を家訓として長期間存続している長寿企業の存在がヒント

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（8/30）

となる。このように企業は社会あつてのものであり、売り手・買い手がともに満足し社会貢献もできるのが良い商売であるという三方よしの経営を続けてきた。このような企業は、ガバナンスという言葉ができる前から家訓を守るというガバナンスを、CSVが提唱される前から三方よしを実行していた。それを再認識するべきである。

理由：

持続可能な社会のためには、第1章の第1節で述べたような「環境問題」への配慮や「循環型社会」への対応が必要となる。この記事から、そのことはグローバルに認識され世界共通の課題となっていると感じた。そのために重要なのが三方よしを起源とするCSRであるということは、前述のESGへの注目の高まりと整合性があると考ええる。また、国際的な競争力が低いとされる日本企業が、持続可能な社会の実現という観点で世界のモデルになりうるということに、日本企業の将来に期待と希望を感じた。

第2節 投資テーマ及び選定理由

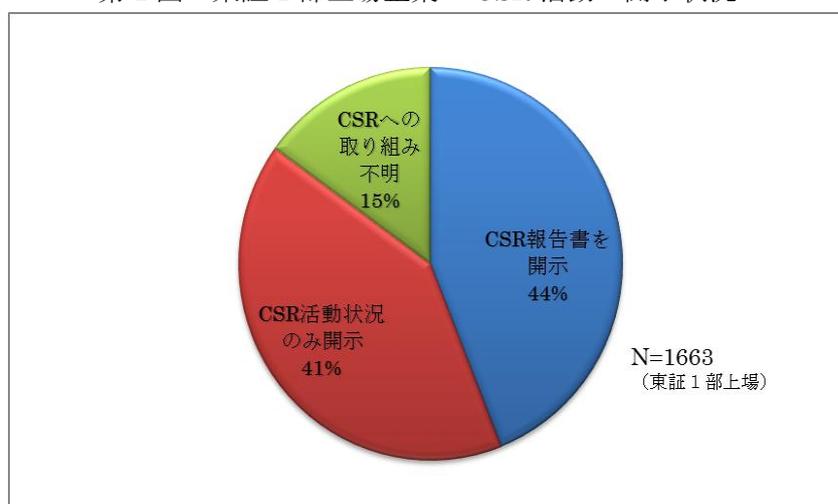
<投資テーマ>

現代版近江商人的経営を行う企業

<テーマ選定理由>

第1章・第2章第1節で述べた通り、持続可能な社会の実現が現代社会の重要目標とされている現在、CSRへの注目が高まっている。CSRとは『Corporate Social Responsibility』の略称で、企業の社会的責任と訳されるものである。現在、東証1部上場企業の85%がCSRを行っているとの報告もあり（第1図）、その注目度の高さが窺える。CSRは企業が様々な環境問題・社会問題に対して配慮した行動をとることを表すが、課題の多様性によって、また国や時代によって捉え方が異なるため、唯一明確な定義というものには存在せず、世界各国の様々な団体等によりそれぞれに定義づけが成されている。日本においては、日本経済団体連合会が「競争力の源泉とし、企業価値向上につなげる」と定義づけている。日本政府によるコーポレートガバナンスコード・スチュワードシップコードの導入もまた、企業の責任をより大きなものとしており、CSRの重要性はさらに高まると考えられる。

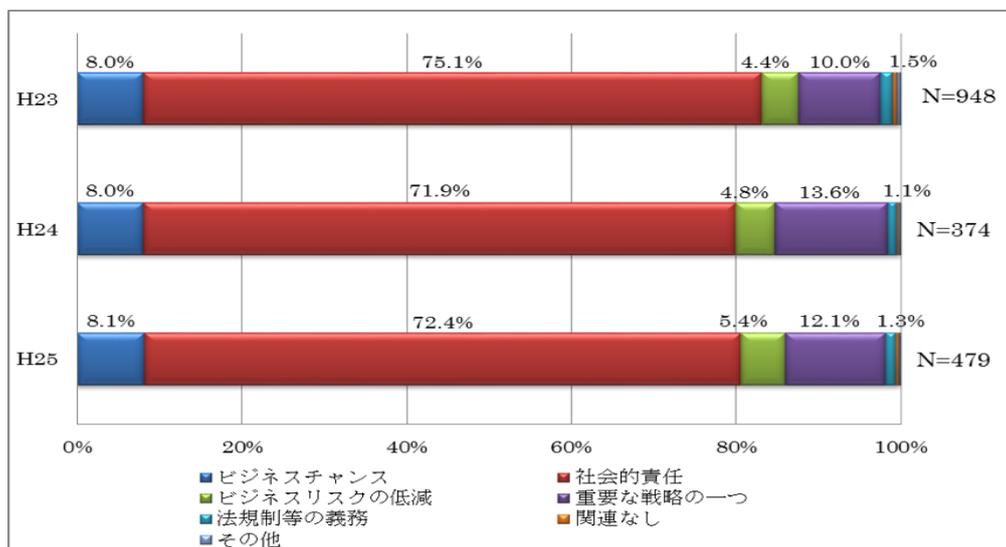
第1図 東証1部上場企業のCSR活動の開示状況



東京情報大学「研究論集 Vol.16 (2012)」より独自作成

この CSR だが、日本企業においては社会貢献的な意味で誤解されていることも多く、経団連が定義するように競争力や企業価値へと結び付けて考える企業は少ない。以下の第 2 図は CSR のなかでも環境面に対する企業の意識調査の結果である。このように、日本企業の多くは CSR を社会的責任として行っているが、競争力・企業価値の向上のためのビジネスチャンスや戦略として捉えてはいないということがわかる。

第 2 図 企業の環境への取り組みに関する意識調査



環境省「環境にやさしい企業行動調査（平成 25 年度）」より独自作成

しかし我々は、単なる社会的責任として表面的に社会貢献活動や慈善活動を行うのではなく、事業と結びついた CSR を行わなければ意味がないのではないかと考えた。なぜなら、事業と離れた慈善活動等には持続性が伴っていないからである。CSR は企業の利益と直接は関係しておらず、行うだけコストがかかることになる。事業と結びついた CSR であれば、自社の事業の成功とリスク低減のためのコストということになり、企業として利益を追求するうえで必要な支出と考えられる。それに対し、事業と離れた CSR はリターンが見えない支出を捻出することとなる。これは企業が黒字の間は行うことができるが、赤字であれば行うことはできず、赤字企業または財務的に余裕のない企業は社会的責任を果たせないということになる。どのような企業においても社会的責任は継続して果たさなければならないため、事業と関連する CSR でなければその持続性は保たれない。また CSR の負担が企業の持続可能性を損なわせることも避けなければならない。企業の持続性と CSR の持続性を両立させるためには、事業と結びついた CSR を行わなければならないのである。

では、事業に結び付いた CSR とはどのようなものなのか。我々は、日本の CSR の源流と言われる近江商人の三方よしにそのヒントがあるのではないかと考え、近江商人の経営について調査した。以下、近江商人の概要と経営の特徴についてまとめる。

近江商人の特徴について末永[2014]を参考に整理していく。その他の文献に関しては本稿最終頁に記載する。近江商人とは現在の滋賀県である近江に本宅を構え全国各地へ行商・出店をおこなった商人であり、戦国時代から明治にかけて主に活躍していた。商売を長く続けること、現代で言う企業の長期存続を目標としており、そのためには社会へ貢献しなければならないと考えていた。また、社会に貢献することで利益をあげる、社会の利益なくしては

第 16 回日経 STOCK リーグ：レポートフォーマット（ 10/30 ）

企業の利益はない、という現在の共通価値創造（CSV）の概念をもっていたことで知られている。二度の恐慌や世界大戦を経験しながらもその流れを汲む企業は現在も存在する。

戦国時代の終わりに、近江を治める織田信長が城下町での商業誘致を進めるため実施した楽市楽座は自由営業を許可することで商業基盤を整備し、近江商人の発展に大きく貢献した。その他にも通行税が必要な関所の廃止により全国各地への行商が可能となり、また成長した商人の恩恵を受けようと豊臣秀吉がこれを受け継いだことも、近江商人発展の背景となった。

近江商人が社会を強く意識していたのは、地元近江ではなく全国各地への行商・出店という商売方法をとっていたからである。地元以外の地域で商売を行う近江商人はその地域にとって外来商人でありよそ者であった。よそ者が商売を繁盛させるには地域住人からの信頼が必要不可欠であり、近江商人も地域に根付き受け入れてもらうことの重要性を強く感じていた。そのため、これから説明していくような経営を行うに至ったのである。

近江商人の経営で最も有名な『三方よし』について、この言葉自体は実際に近江商人が使用していた訳ではなく、昭和 63 年に滋賀大学教授小倉榮一郎氏の「近江商人の経営」の中で初めて紹介され、近江商人の様々な経営をまとめて表したものである。三方よしは、売り手・買い手に価値を提供するだけでなく、世間にも価値を提供するというものである。近江商人の代表的な経営を三方よしにあてはめてまとめたものが以下の第 1 表である。また、現在の企業経営にも当てはまるものがあるのではないかと考え、独自に対応させた。

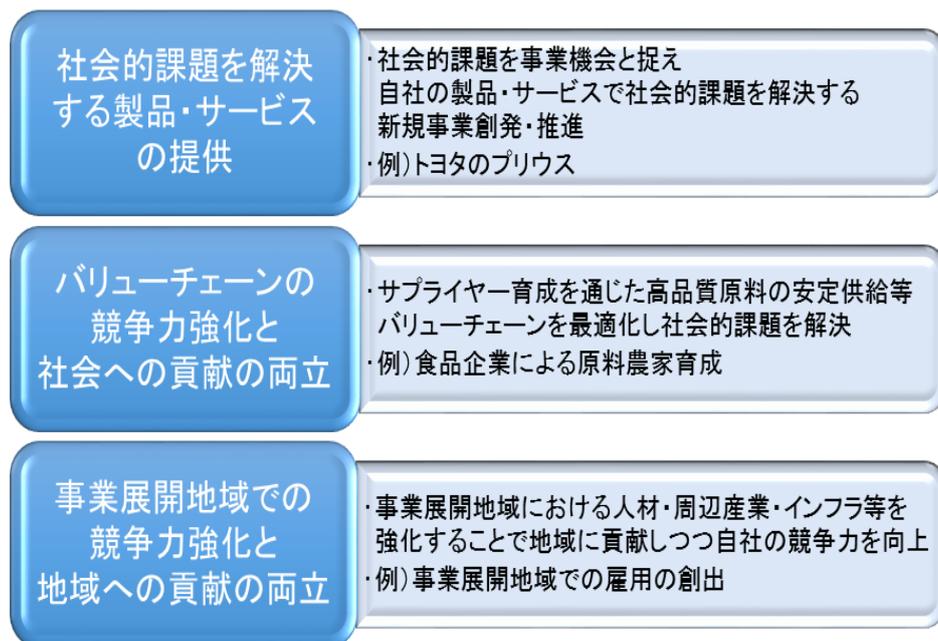
第 1 表 三方よしの経営

三方よし	近江商人経営	内容	現在では
売り手よし	丁稚奉公制度	近江出身の 10 歳前後の子が丁稚として出店に奉公をしに行くこと。教育を目的としている人材育成制度。	従業員研修
買い手よし	薄利多売	良い商品をより安く。高い商品開発力で多くの人に喜ばれる商品を提供した。	研究開発
世間よし	押し込め隠居	店は主人の私有財産ではない。不的確な人物は主人には座を追放・相続権の剥奪もあった。	社外取締役 株主の意見
	諸国産物廻し	下荷と登荷の双方での商売。各地に出店している店同士で商品の回転を行い、高効率な経営を目指す。	ROE
	隠徳善事	神社仏閣への寄付・橋の架け替え工事・常夜灯の整備・学校建設への寄付等、(人知れず)人のために行動。	社会貢献活動 CSV

第16回日経 STOCK リーグ：レポートフォーマット（11/30）

ここで、世間よしの現代版としてあげた CSV に関して説明しておく。CSV とは、社会のニーズに応えることにより社会的価値を創造しながら経済価値を創造するものであり、『共通価値の創造』とも呼ばれる。現在日本において企業利益を社会に還元するといったイメージで捉えられているような CSR とは異なり、社会的課題の解決と企業利益・競争力向上を両立する取り組みのことで、この取り組みは主に3つに分けられている。それをまとめたものが以下の第3図である。この概念は近年話題となっているものであるが、近江商人の経営には「本業で社会に貢献する」という CSV の概念と似たものが既に取り入れられていた。

第3図 CSV の3つの項目



Harvard Business Review 「Creating Shared Value(2011)」より作成

近江商人のこうした経営が実際に地域からの信頼に繋がっていたことを示す例として、1884年の「秩父事件」における矢尾家という近江商人の話がある。秩父事件とは、松方デフレの不況のため借金に苦しみ高利貸しの支配下に置かれていた秩父郡の農民が、秩父困民党を組織し武装蜂起したという事件である。数千人に及ぶ蜂起軍は秩父群大宮郷の郡役所や警察を襲い、高利貸しを焼き討ちし、一時は全秩父群を制圧した。その当時、すでに大きな商家に成長していた矢尾家という近江商人の出店があった。それは近江人という外来商人で固めた店であり、このような事態では、まず打ち壊しの標的にされても不思議ではなかった。しかし蜂起軍は矢尾家の出店は高利貸しのような悪徳業者ではないと認定し襲うことはなく、反対に兵糧食の炊き出しを依頼するのみで、通常通り開店営業することを保証したのである。この出来事は、近江商人である矢尾家が行っていた義徳を重んじ地元配慮した経営への地元民の理解と評価を表している。

以上より、CSR が注目されている現在において、社会的信頼獲得によって長期的な成長を遂げた近江商人の経営を振り返り現代企業に当てはめることの有用性を感じ、『現代版三方よしの近江商人的経営を行う企業は今後長期的に成長する企業である』との仮説を立てた。

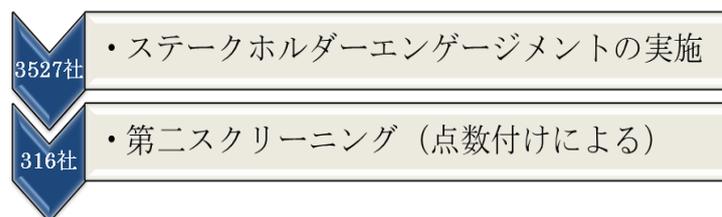
第 3 章 ポートフォリオの作成

第 1 節 スクリーニング概要

<第 1 スクリーニング>

『現代版三方よしの近江商人的経営を行う企業』を『新近江商人企業』とした。企業を選定するにあたって、11 月 14 日時点の東証上場全 3527 社を対象にスクリーニングを行った。選定に関しては二段階に分けて行った。三方よし経営は財務データから読み取れるものでも財務状況に依存するものでもなく、また、インカムゲインやキャピタルゲインではなく、社会に良い行いをする企業を応援することを目的とするため財務状況で定量的に選定するのは不適切であると考えたため、全て定性的なやり方でおこなった。スクリーニングの流れは以下の第 4 図に示した。

第 4 図 スクリーニングの流れ



第一スクリーニングにおいては、企業の三方よしへの意識・姿勢という観点から、『ステークホルダーエンゲージメント』を指標としてスクリーニングを行った。『ステークホルダーエンゲージメント』とは、「多様でかつ時代とともに変化するステークホルダーの要求を受け入れ、自社の活動や意思決定に反映していく仕組み（三菱総合研究所より）」である。企業が従業員・顧客・株主・社会などのステークホルダーとの対話機会を設け、その意見を企業経営に反映させる。三方よしで各ステークホルダーへ配慮する際、最も大切なことは、企業の自己満足ではなくニーズに応じた取り組みを行うことであると考えられる。『ステークホルダーエンゲージメント』により、企業は各ステークホルダーのニーズを知り、それに沿った取り組みを行うことが出来る。よって、これを実施している企業は三方よしへの姿勢や意識が高い企業であるとした。

実際の判断に関しては、上場全社のホームページと東洋経済新聞社の CSR 総覧を閲覧し、『ステークホルダーエンゲージメント』に関する記載があったものを実施している企業とした。この第一スクリーニングにより、三方よしへの意識・姿勢が高い企業 316 社が選定された。

<第 2 スクリーニング>

第二スクリーニングでは、ステークホルダーの意見をくみ取る意識・姿勢がある企業の中から、実際に三方よしに積極的に取り組んでいて、その取り組みに将来性・実現性が伴っている企業を、点数付けにより選定した。取り組み、将来性・実現性に関しては、近江商人の三方よしに対応させた『売り手よし（従業員）』、『買い手よし（顧客）』、『世間よし（社会）』としてそれぞれ項目を置いた。また、第一スクリーニングで用いたステークホルダーエンゲージメントに関しても、実施で 0.5P、内容報告まで行っていれば 1P、とした。各項目をま

とめたものが以下の第2表である。

第2表 第2スクリーニングの各項目

スクリーニング	意識・姿勢	取り組み	将来性・実現性
売り手よし	実施： 0.5P +報告有： 0.5P ステークホルダーエンゲージメント	従業員研修 = 丁稚奉公制度 OJT...0.5P+ 企業理念浸透研修...0.5P	従業員満足度調査 実施...1P
買い手よし		研究開発費 = 薄利多売 日経 NEEDS データ有...1P	ISO9001(品質) 国内取得率=P
世間よし 株主 環境 社会		社外取締役 = 押し隠居 2人...0.5P/3人以上...1P	ROE = 諸国産物廻し 5期業界平均以上...1P/ 経営計画に数値目標...0.5P
		社会貢献活動 = 継続善事 部署...0.5P+寄付...0.25P +ボランティア...0.25P	ISO14001(環境) 国内取得率=P
		CSV = 継続善事 事業数×1P (MAX3P)	G C N J 署名...1P

(1) 売り手よし

研修制度は近江商人の丁稚奉公制度と対応しており、OJT を実施していれば 0.5P、不祥事防止として企業理念やコンプライアンスの浸透のための研修を実施していれば 0.5P、合計最大 1P とした。また取り組みの将来性・実現性の観点から、従業員満足度調査を実施していれば 1P とした。満足度調査の実施によって取り組みの実現性を測ることができると同時に、企業が従業員満足度を意識することで不祥事の要因を減らすことにつながる。

(2) 買い手よし

顧客を重視した経営はどの企業も行うことであるが、本稿では圧倒的な開発力をもって顧客に貢献した近江商人の薄利多売の観点から、研究開発費を指標とした。研究開発費に関しては欠損値が多かったため、日経ニーズデータ有で 1P とした。将来性・実現性の観点からは、ISO9001 の国内取得率を 100%=1P としてそのまま点数化した。ISO9001 は、ISO(国際標準化機構)による品質マネジメントシステムに関する規格のことであり、製品やサービスの品質保証を通じて顧客満足度向上の実現が期待できる。

(3) 世間よし

近江商人の考えで特徴的なのは売り手・買い手だけでなく商いに直接関係しない『世間』を意識していたことであり、その点を強調するために『世間よし』のみ指標を3つ置くこととした。ここに、現在重要なステークホルダーである『株主』の指標も設けた。

株主の指標に関して、社外取締役は近江商人の押し込み隠居と対応しており、また不祥事防止のための項目でもある。今年 6 月より適用されたコーポレートガバナンス・コードにより東証 1 部・2 部上場企業は社外取締役を 2 人以上選任することが促されていることを受け、2 人選任していれば 0.5P、3 人以上選任していれば 1P とした。また、ROE は株主の資本がどれだけ効率的に利益と結びつけられているかを示す。さらに経営の効率性という観点で諸国産物廻しと対応しており、平均以上であれば 1P、また平均に達していない企

第16回日経 STOCK リーグ：レポートフォーマット（14/30）

業であっても経営計画に ROE の数値目標を設定していれば 0.5P とした。

社会の指標に関して、取り組みの『本業による社会貢献活動』は陰徳善事と対応した CSV の項目であり、本稿において最も重要視する項目であるため、この指標のみ配点を 3P とした。その内訳は、第一章でも記述した①自社の技術・商品での社会貢献、②事業展開先での事業による地域貢献、③調達先への配慮による競争力向上、であり、それぞれ行っていれば 1 点、全て行っていて合計最大 3P とした。また、社会貢献活動に対しても陰徳善事と対応した項目であり、本格的に取り組みを行う土台として CSR 関連部署を設置していれば 0.5P、実際にボランティアや寄付を行っていればそれぞれ 0.25P とし、合計最大 1P とした。

将来性・実現性の観点から、ISO14001 の取得率を点数化し、また GCNJ への署名で 1P とした。ISO14001 は、持続可能性の考えのもと環境への貢献と経営の両立を目指す環境マネジメントシステムの国際規格であり、規格取得審査により取り組みの実現性が証明される。GCNJ に関して、GCNJ とはグローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパンの略称で、国連グローバル・コンパクト (UNGC) のなかの日本企業による団体のことである。GCNJ への署名を行うと、社会の一員として持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに取り組み、人権・労働・環境・腐敗防止の観点からなる UNGC10 原則を実行しなければならず、これは将来性を満たす指標である。以上の項目を用いて 13P で評価した。

第二スクリーニングでは、点数付けにより三方よしへの取り組みに積極的で、その活動に実現性・将来性が伴っている企業 17 社を選定した。財務データに関しては日経ニーズにより、その他の項目に関しては各企業ホームページにより収集した。

第2節 ポートフォリオ紹介

[新近江商人企業]

証券コード	企業（銘柄）名	購入金額 （円）	構成比 （％）	定性点数 （点）
6702	富士通	290,909	5.93	12.36
6724	セイコーエプソン	290,850	5.93	11.5
8001	伊藤忠商事	288,384	5.88	11.25
8002	丸紅	286,440	5.84	11.007
8267	イオン	288,410	5.88	11
4902	コニカミノルタ	289,856	5.91	11
6594	日本電産	285,540	5.82	11
7912	大日本印刷	286,314	5.83	10.941
8031	三井物産	288,410	5.88	10.6
2502	アサヒグループ	289,500	5.90	10.5
7752	リコー	287,736	5.86	10.5
6504	富士電機	289,737	5.90	10.485
6645	オムロン	289,600	5.90	10.45
6501	日立製作所	290,640	5.92	10.437
6952	カシオ計算機	290,505	5.92	10.429
5711	三菱マテリアル	288,840	5.89	10.38
8058	三菱商事	285,936	5.83	10.25

< 投資比率の決定 >

選定した 17 社の最適な投資比率を求めるため、最小のリスクで最大のリターンを生み出す効率的フロンティアを描き、ポートフォリオの投資比率を決定する。効率的フロンティアを描くための式は以下の通りである。

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^{17} (w_i \sigma_i)^2 + 2(w_1 w_2 cov_{1,2} + w_1 w_3 cov_{1,3} + \dots + w_{16} w_{17} cov_{16,17})}$$

$$\mu_p = \sum_{i=1}^{17} w_i \mu_i$$

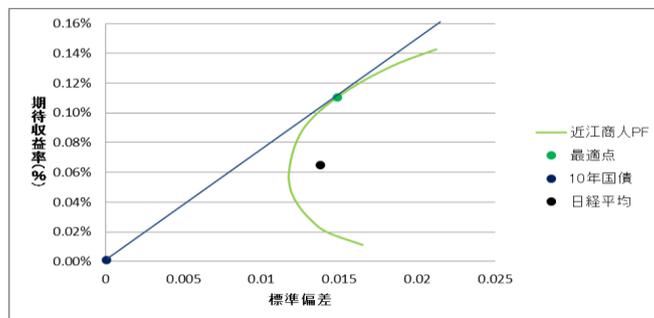
σ_p : ポートフォリオのリスク μ_p : ポートフォリオのリターン

σ_i : 個別企業のリスク μ_i : 個別企業のリターン

w_i : 個別企業の投資比率 $cov_{i,j}$: i 社と j 社の共分散

リスクは株価の標準偏差、リターンは株価変化率の平均とする。また、各社のリスクとリターンは 2010 年 12 月 1 日から 2015 年 11 月 30 日までの株価の日次データを用いて算出した。その結果、近江商人企業のリターンとリスクの関係は以下の第 5 図のような効率的フロンティアで示される。ここで、シャープレシオ最大、つまりリスクに対するリターンが最も大きくなる点における最適ポートフォリオも導き出す。2015 年 11 月 30 日時点の国債 10 年利回り 0.3% を営業日 250 日で割り日次換算した 0.0012% をリスクフリーレートとした。

第 5 図 近江商人企業の効率的フロンティア



Yahoo!ファイナンスのデータを基に独自作成

最適ポートフォリオを導き出した結果、セイコーエプソン・イオングループ・日本電産・アサヒグループ・カシオ計算機の 5 銘柄のポートフォリオとなり、17 社でリスク分散をすることはできなかった。そのため、将来の近江商人企業への期待を込めて、各社均等な投資比率でポートフォリオを組むこととした。

第 3 節 構成銘柄の値動き

次に、作成した『近江商人企業』ポートフォリオの特徴について株価分析を行った。ここで、比較対象として、第一スクリーニングで残った企業の中で、第二スクリーニングにおける点数付け下位の企業 17 社による『定性下位企業』ポートフォリオ、近江商人企業

第 16 回日経 STOCK リーグ：レポートフォーマット（ 16/30 ）
 の同規模同業種の 17 社による『同規模同業種企業』ポートフォリオの 2 つを作成した。
 それぞれの企業群は以下の第 3 表に示した。

第 3 表 比較企業ポートフォリオ企業

定性下位企業ポートフォリオ

同規模同業種企業ポートフォリオ

証券コード	企業名	証券コード	企業名
5981	東京製綱	8053	住友商事
2767	フィールズ	2768	双日
4665	ダスキン	5802	住友電気工業
9749	富士ソフト	6502	東芝
3632	グリー	6701	NEC
9506	東北電力	7751	キャノン
8136	サンリオ	6841	横河電機
2264	森永乳業	6981	村田製作所
9830	トラスコ中山	4062	イビデン
4547	キッセイ薬品工業	6703	OKI
9007	小田急電鉄	6767	ミツミ電機
6417	SANKYO	2587	サントリー食品インターナショナル
8218	コメリ	9831	ヤマダ電機
7420	佐鳥電機	7911	凸版印刷
7266	今仙電機製作所	8060	キャノンマーケティングジャパン
9681	東京ドーム	8015	豊田通商
9304	渋沢倉庫	6588	東芝テック

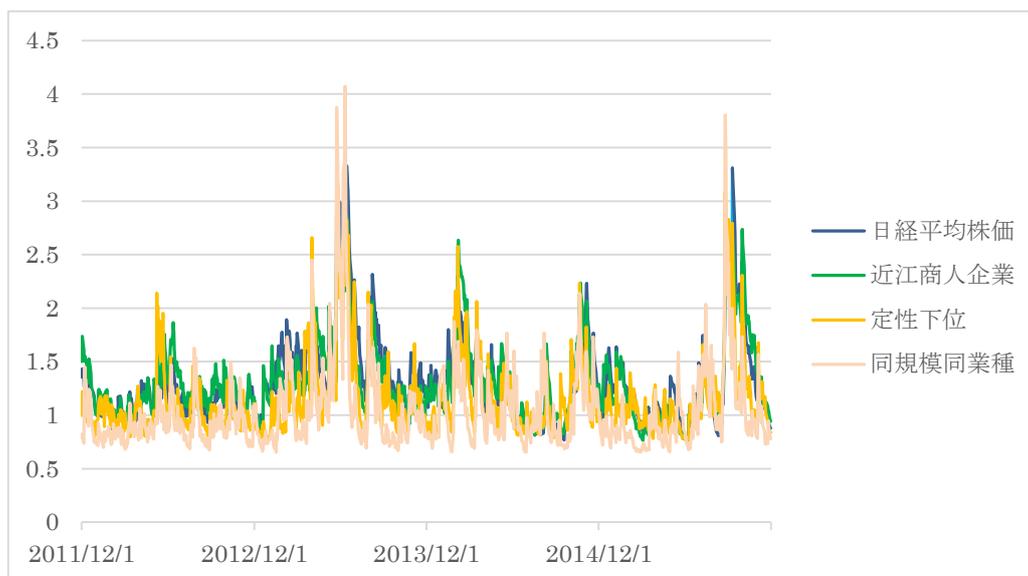
GARCH(1,1)モデルで条件付き分散（リスク）を推定し、株価変動の不確実性（ボラティリティ）の観点から株価分析を行った。データに関しては 2010 年 12 月 1 日から 2015 年 11 月 30 日までの日次データを用いた。推定式は以下のようになり、変数の R は各ポートフォリオおよび日経平均株価の変化率、 u は誤差項、 V はボラティリティである。また、ボラティリティは V_t の推定値の平方根を 100 倍したものである。

日経平均、近江商人企業ポートフォリオ、定性下位企業ポートフォリオ、同規模同業種企業ポートフォリオ、それぞれの条件付き分散の推定結果および、その時系列グラフは以下の表と第 6 図のようになった。また、記述統計量は第 4 表、 β 値は第 5 表に、そして第 7 図は株価指数の推移を表している。また、条件付き分散推定結果の時系列グラフは、3.11 の際の値は異常値であるとし 2011 年 12 月 1 日からの 4 年間のみを示している。

$$R_t = 0.001 + 0.074R_{t-1} \\ (2.750)^{***} (2.311)^{**}$$

$$V_t = 0.000008 + 0.133U_{t-1}^2 + 0.828V_{t-1} \\ (4.229)^{***} (7.886)^{***} (39.22)^{***}$$

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（17/30）
 第6図 条件付き分散推定結果（時系列グラフ）



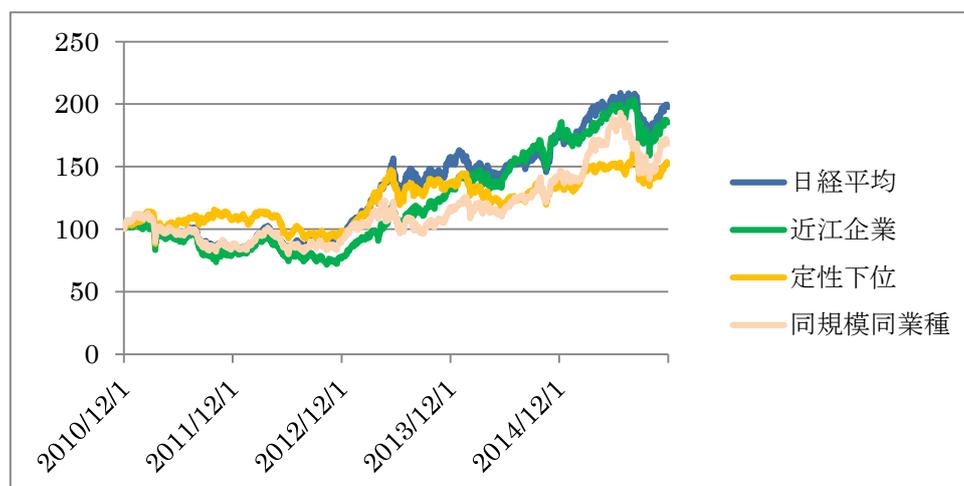
第4表 記述統計量

	近江商人企業	定性下位企業	同規模同業種企業	日経平均
平均値	1.400	1.277	1.323	1.400
中央値	1.217	1.049	1.183	1.217
最大値	4.573	7.463	4.462	4.916
最小値	0.666	0.762	0.554	0.500
標準偏差	1.277	1.688	1.253	1.371

第5表 β 値

	近江商人	定性下位	同規模同業種
β 値	0.899	0.861	0.789

第7図 株価指数の時系列グラフ



採用した5年間の近江商人企業のボラティリティは日経平均のボラティリティと同水準で低く、安定していることがわかる。また、株価も安定して推移しており、特に2013年12

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（18/30）

月ごろからは日経平均とほぼ同じ動きをしており、比較企業ポートフォリオと比べて最も堅調に推移している。以上より、近江商人企業のポートフォリオは日経平均と同程度までリスクを分散させることができていることが証明された。様々なステークホルダーへ配慮した経営を行う企業の株価は安定している、ということが分かった。

第4章 投資家へのアピール

第1節 各企業の定性的分析

第一に、選定された企業17社それぞれの事業内容や具体的な定性項目の取り組みに関してまとめていく。

企業名	企業コード	業種
富士通	6702	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:女性社員の長期キャリア継続を支援「女性リーダー育成プログラム」 ・買い手よし:サイバー攻撃検知後の対処時間を大幅に削減 専門チーム「富士通クラウドCERT」を設立 ・世間よし:様々な社会課題に対応し、持続可能なネットワーク社会の発展に貢献 「FUJITSU WAY」の実践 理化学研究所と共同でスーパーコンピュータ「京」の開発等、最先端の研究に挑戦		

企業名	企業コード	業種
セイコーエプソン	6724	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:製造に必要な知識・技能を身につける技能五輪訓練を活用 ・買い手よし:動画マニュアルによる製品操作説明の提供 「Epson Video Manualsチャンネル」 ・世間よし:地域社会に信頼され広く社会に貢献できる技術者の育成 「エプソン情報科学専門学校」の設立 毎年10月を「コンプライアンス月間」と定め、経営理念の実現におけるコンプライアンスの重要性を確認する機会を設ける		

企業名	企業コード	業種
伊藤忠商事	8001	卸売
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:全世界で人材の採用・育成・登用を行う 「タレントマネジメントプロセス」の仕組みを構築 ・買い手よし:ITを活用したエネルギーマネジメント及びスマートインフラ事業を展開 「ecoFORTE（エコフォルテ）」ブランド ・世間よし:棉花農家のオーガニック栽培移行を支援 「プレオーガニックコットンプログラム」 創業者である伊藤忠兵衛をはじめとする近江商人の経営哲学である「三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）」は「豊かさを担う責任」であり、伊藤忠商事の存在意義に掲げる		

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（19/30）

企業名	企業コード	業種
丸紅	8002	卸売
特徴		
<p>・売り手よし:社員の仕事と生活の両立を支援し、時間外勤務削減や休暇取得を推進する施策の実施「ライフイベントサポートプログラム」「メリハリワーク推進プログラム」</p> <p>・買い手よし:穀物事業ではコスト競争力を高め、取扱シェアを伸ばす備船方法「タイムチャーター方式」</p> <p>・世間よし:「社会にとっての価値創出」と「丸紅にとっての価値創出」を目指しアフリカ発展への支援「アンゴラ繊維工場再生プロジェクト」</p> <p>創業者である伊藤忠兵衛の近江商人精神のもと、公正明朗な企業活動を通じ、経済・社会の発展、地球環境の保全に貢献し2014年には東証「企業価値向上表彰」で大賞を受賞</p>		

企業名	企業コード	業種
イオン	8267	小売業
特徴		
<p>・売り手よし:従業員一人ひとりが自分らしく働ける職場づくりを目指す「性的マイノリティ(LGBT)に関する勉強会」の実施</p> <p>・買い手よし:環境に配慮したプライベートブランド「トップバリュ」</p> <p>・世間よし:CSR活動を組織的に取り組む体制づくり「地球にやさしいジャスコ委員会」「イオングループ環境財団」の設立「日本一女性が働きやすく、活躍できる会社」を目指しグループ一丸となってダイバーシティを推進</p>		

企業名	企業コード	業種
コニカミノルタ	4902	電子機器
特徴		
<p>・売り手よし:自己のキャリア開発に積極的に挑戦する人財の創出・チャレンジ精神を尊重する風土の醸成「人財公募制度」「FA（フリーエージェント）制度」の導入</p> <p>・買い手よし:省エネルギー化を可能にする独自技術「デジタルトナーHD」「IH定着システム」</p> <p>・世間よし:恵まれない青少年へ教育訓練・就業支援「The Princes Trust」</p> <p>経営ビジョン「グローバル社会から支持され、必要とされる企業」「足腰のしっかりした、進化し続けるイノベーション企業」を掲げ、ステークホルダーへ「Giving Shape to Ideas」を約束</p>		

企業名	企業コード	業種
日本電産	6594	電気機器
特徴		
<p>・売り手よし:創意・工夫・新規開拓等を通じて、利益拡大に貢献した社員を表彰「Nidec社長賞・利益貢献大賞」</p> <p>・買い手よし:開発・生産・営業部門が一体となって顧客満足度の向上・信頼関係の構築に努める「メイド・イン・マーケット戦略」「QCDSSS」</p> <p>・世間よし:災害時の協力に関する協定を地域と提携「災害時における避難者支援に関する協定書」</p> <p>スケート競技発展のため「日本電産サンキョースケート部」を設立</p>		

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（20/30）

企業名	企業コード	業種
大日本印刷	7912	製造
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:多様な人材の活躍を支援する取り組み 「メンタリング活動」「ダイバーシティ推進入門」「介護休業」 ・買い手よし:廃棄物・温室効果ガス排出量を削減する 「DNP微生物検査用フィルム培地Medi・Ca」 ・世間よし:社内消費を中心に「フェアトレード」に取り組む 「オリジナルキャラクターDNPenguinのフェアトレード認証コットンバッグ」 DNPのCSR「果たすべき3つの責任」として価値の創造・誠実な行動・高い透明性（説明責任）を掲げる		
企業名	企業コード	業種
三井物産	8031	卸売
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:健康診断受診率約100%を達成・全職員への問診実施 「健康経営」を掲げる ・買い手よし:IPP（独立系発電事業者）として、世界5大陸で、地域特性や需要家のニーズに即した発電事業を展開 ・世間よし:雇用の増加と災害時の一時避難を受け入れ「仙台うみの杜水族館」開業 「三井物産の経営理念（Mission, Vision, Values）」を策定し、経営におけるCSRの5つの「重要課題（マテリアリティ）」を特定し、全社で共有 		
企業名	企業コード	業種
アサヒグループ	2502	食品
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:女性の活躍を推進「グループダイバーシティ推進室」を設置 ・買い手よし:不審者の侵入・異物混入防止モニタリング「フードディフェンス」 ・世間よし:低炭素社会・循環型社会の構築、生物多様性の保全、自然に恵みの啓発をテーマに環境課題解決「環境ビジョン2020」 健全な食文化・酒文化の伝承に取り組み、文部科学省主催「青少年の体験活動推進企業表彰」において「審査委員会奨励賞」を受賞		
企業名	企業コード	業種
リコー	7752	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:“社員は事業の協力者であるという”考えのもとトップと社員のコミュニケーションを推進「リコー懇談会」 ・買い手よし:スリープモードからの復帰時間を短縮「QSU(Quick Start-Up)」 ・世間よし:CO2削減目標に向け、販売・物流等で環境負荷削減活動を実施 「省エネ・温暖化防止」 環境技術、環境関連事業の開発をさらに加速させるため、2015年に「リコー環境事業開発センター」を設置		

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（21/30）

企業名	企業コード	業種
富士電機	6504	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:理工系女子学生の積極採用・キャリア形成支援や育児休暇からの復職者支援 ・買い手よし:メガソーラーの高効率発電に貢献 「All-SiCモジュール搭載パワーコンディショナ」 ・世間よし:社会の変化を捉えた環境経営戦略検証、環境経営のガバナンス向上、地球温暖化・化学物質対策「環境経営3カ年ローリングプラン」 CSRをグローバルに推進するため、会社と全社員が価値観を共有し、一丸となって行動するための指針として「富士電機企業行動基準」を定め実践		

企業名	企業コード	業種
オムロン	6645	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:グローバル経営幹部育成研修の体系化「The Academy」 ・買い手よし:高速・高精度な画像センシング技術「Think & See™」 ・世間よし:身体障害者の社会復帰を支援 「オムロン太陽株式会社」 「ものづくり力」と「グローバルネットワーク」を活かし、ベンチャーキャピタルを積極的に行う		

企業名	企業コード	業種
日立製作所	6501	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:女性のキャリア支援「日立グループ若手女性向けキャリアセミナー」 ・買い手よし:電力供給バランスを維持する蓄電ソリューションの研究開発から構築、導入、保守、運用「CrystEna」 ・世間よし:次世代への教育支援活動「日立サイエンス・セミナー」 「Inspire the Next」等、企業理念浸透活動が活発		

企業名	企業コード	業種
カシオ計算機	6952	電気機器
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:各部門から100名程度の従業員を「CSRリーダー」として選出し、CSRの核人材を育成 ・買い手よし:教育現場の視点を取り入れた商品開発「ClassWiz」シリーズ ・世間よし:発展途上国での人材育成を支援「カシオ技術クラス」 知的財産協会や発明協会などの外部教育機関の活用等、社員の知的財産に対する意識改革が進む		

企業名	企業コード	業種
三菱マテリアル	5771	非鉄金属
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・売り手よし:2020年度までに新卒女性総合職の採用比率を25%に引き上げを目指す「多様化推進グループ」 ・買い手よし:世界最薄の温度検知センサの開発「フレキシブルサーミスタセンサ」 ・世間よし:冷暖房システムに再生可能エネルギーを活用 「地中熱利用ヒートポンプシステム」 坑木や薪炭材（燃料）の調達、環境整備を目的として「マテリアルの森」活動に取り組む		

企業名	企業コード	業種
三菱商事	8058	卸売
特徴		
<ul style="list-style-type: none"> ・ 売り手よし：“男女問わず、能力と実績・貢献度に応じて適切に評価し、適時適材適所を実現する” 「女性活躍・ダイバーシティ室」 ・ 買い手よし：幅広い事業を行う中でマーケティング事業、ポイント・決済関連サービス事業を展開 共通ポイントサービス「Ponta（ポンタ）」 ・ 世間よし：社外有識者を加えた環境・CSR活動等に対する諮問機関「環境・CSRアドバイザリーコミッティー」を設置 子会社が技術開発し、総合事業会社として多数の事業を展開 		

第 2 節 回帰分析

第二に、ポートフォリオの特徴に関して、独自に定義づけした近江商人的経営を行っている企業の優位性を実証するために、スクリーニングに沿って実証分析を行った。データは 2014 年のもので、サンプル対象は第一スクリーニングで選定された 316 社のうちデータ制約上推定可能であった 261 社とする。被説明変数に企業価値として時価総額をおき、説明変数には時価総額を決定するマイクロ要因として売上高、規模の指標として資本金と従業員数、さらに第二スクリーニングで用いた指標を用いる。第二スクリーニングで用いた指標に関しては、CSV の点数を CSV、それ以外の点数を CSR としておいた。ここで時価総額を決定するマイクロ要因として売上高を用いたのは、本業による利益が企業の評価、つまり時価総額に大きく影響を与えるためである。以下に最小二乗法による推定を行った結果を示す。

(第 6 表)

第 6 表 クロスセクションデータによる実証分析結果①

【推定式】	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i = \alpha + \beta_1 \text{Log}(\text{SALE})_i + \beta_2 \text{Log}(\text{K})_i + \beta_3 \text{Log}(\text{L})_i + \beta_4 \text{CSR}_i + \beta_5 \text{CSV}_i + u_i$	
【変数の名称】	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i$: 時価総額(対数値)	$\text{Log}(\text{L})_i$: 従業員数(対数値)
$\text{Log}(\text{SALE})_i$: 売上高(対数値)	CSR_i : CSR の点数
$\text{Log}(\text{K})_i$: 資本金(対数値)	CSV_i : CSV の点数
【推定結果】	
※括弧内は t 値の絶対値	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i = 3.460 + 0.553 \text{Log}(\text{SALE})_i + 0.259 \text{Log}(\text{K})_i + 0.134 \text{Log}(\text{L})_i - 0.035 \text{CSR}_i + 0.090 \text{CSV}_i + u_i$	
(4.686) (6.120)*** (3.724)*** (1.858)* (1.788)* (2.829)***	
サンプル数 n = 261 修正済み決定係数 = 0.733	

なお、各変数の記述統計量は以下の第 7 表の通りである。

第 7 表 記述統計量

	JIKA	SALES	L	K	CSR	CSV
平均値	11.454	11.666	3.978	4.489	6.296	0.755
中央値	11.482	11.630	3.973	4.482	6.250	1.000
最大値	13.457	13.438	5.537	5.978	8.703	3.000
最小値	9.586	10.008	2.233	2.899	2.450	0.000
標準偏差	0.663	0.581	0.596	0.588	1.089	0.745

第 16 回日経 STOCK リーグ：レポートフォーマット（ 23/30 ）

t 検定を行なったところ、売上高・資本金・定性スクリーニングの CSV の点数は水準 1%、従業員数と CSR の点数は水準 10% で有意となった。よって全ての説明変数が時価総額に有意な影響を与えている。ここで、CSV は時価総額にプラスの影響を与えるが、CSR はマイナスの影響を与えていることがわかった。第一章でも述べた通り、CSR のコスト面が影響していると考えられる。

ここで、三方よしの実践度合いが高い定性点数上位グループのみで同様の実証分析を行なった。サンプル対象は定性スクリーニング得点上位 100 社のうちデータ制約上推定可能であった 83 社とする。以下に最小二乗法による推定を行った結果を示す（第 8 表）。また、記述統計量は第 9 表で表した。

第 8 表 クロスセクションデータによる実証分析②

【推定式】	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i = \alpha + \beta_1 \text{Log}(\text{SALE})_i + \beta_2 \text{Log}(\text{K})_i + \beta_3 \text{Log}(\text{L})_i + \beta_4 \text{CSR}_i + \beta_5 \text{CSV}_i + u_i$	
【変数の名称】	
Log(JIKA) _i : 時価総額(対数値)	Log(L) _i : 従業員数(対数値)
Log(SALE) _i : 売上高(対数値)	CSR _i : CSR の点数
Log(K) _i : 資本金(対数値)	CSV _i : CSV の点数
【推定結果】	
(注) 括弧内は t 値の絶対値を示している。***は水準 1%、**は水準 5%、*は水準 10% で有意である。	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i = 3.334 + 0.143 \text{Log}(\text{SALE})_i + 0.453 \text{Log}(\text{K})_i + 0.318 \text{Log}(\text{L})_i - 0.086 \text{CSR}_i + 0.204 \text{CSV}_i + u_i$	
(2.539)***	(2.208)*** (3.060)** (2.804)** (1.251) (3.998)***
サンプル数 n=83 修正済み決定係数=0.781	

第 9 表 記述統計量

	JIKA	SALES	L	K	CSR	CSV
平均値	11.392	11.637	4.465	3.957	7.493	0.759
中央値	11.389	11.600	4.484	3.974	7.470	1.000
最大値	12.588	12.604	5.531	5.382	8.703	2.000
最小値	9.586	10.008	2.899	2.233	7.000	0.000
標準偏差	0.622	0.532	0.564	0.549	0.492	0.726

t 検定を行ったところ、売上高・資本金・CSV 点数は水準 1% で有意となった。定性上位グループにおいては CSR が時価総額に及ぼすマイナスの影響がみられず、CSV が時価総額に与える影響が大きいのということが係数からわかる。つまり、我々の設定した三方よしの経営の実践度が高ければ、CSR のコストによるマイナスの影響はなくなり、また CSV によるプラスの影響が大きくなるということがわかる。以上の結果より、定性スクリーニングの指標の有効性が証明された。

さらに、三方よしにおいて、売り手・買い手・世間のどの項目が最も時価総額への影響が大きいのかということを検証した。サンプル対象は第一スクリーニングで選定された 316 社のうちデータ制約上推定可能であった 261 社であり、データも上記の推定と同様のものを用いた。被説明変数・説明変数も同様のものを置き、定性点数に関する説明変数の

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（24/30）

み第三章のスクリーニングに沿って売り手・買い手・世間の3つに分けて置いた。以下に最小二乗法による推定を行なった結果を示す（第10表）。また、記述統計量は第11表で表した。

第10表 クロスセクションデータによる実証分析③

【推定式】	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i = \alpha + \beta_1 \text{Log}(\text{SALE})_i + \beta_2 \text{Log}(\text{K})_i + \beta_3 \text{Log}(\text{L})_i + \beta_4 \text{URITE}_i + \beta_5 \text{KAITE}_i + \beta_6 \text{SEKENN}_i$	
【変数の名称】	
Log(JIKA) _i ：時価総額（対数値）	URITE _i ：売り手指標
Log(SALE) _i ：売上高（対数値）	KAITE _i ：買い手指標
Log(K) _i ：資本金（対数値）	SEKENN _i ：世間指標
Log(L) _i ：従業員数（対数値）	
【推定結果】	
（注）括弧内はt値の絶対値を示している。***は水準1%、**は水準5%、*は水準10%で有意である。	
$\text{Log}(\text{JIKA})_i = 2.423 + 0.602 \text{Log}(\text{SALE})_i + 0.24 \text{Log}(\text{K})_i + 0.143 \text{Log}(\text{L})_i + 0.090 \text{URITE}_i -$ $0.092 \text{KAITE}_i + 0.073 \text{SEKENN}_i$	
(4.159)*** (8.431)*** (3.990)*** (3.613)*** (2.113)** (2.996)*** (3.549)***	
サンプル数 n=261 修正済み決定係数=0.740	

第11表 記述統計量

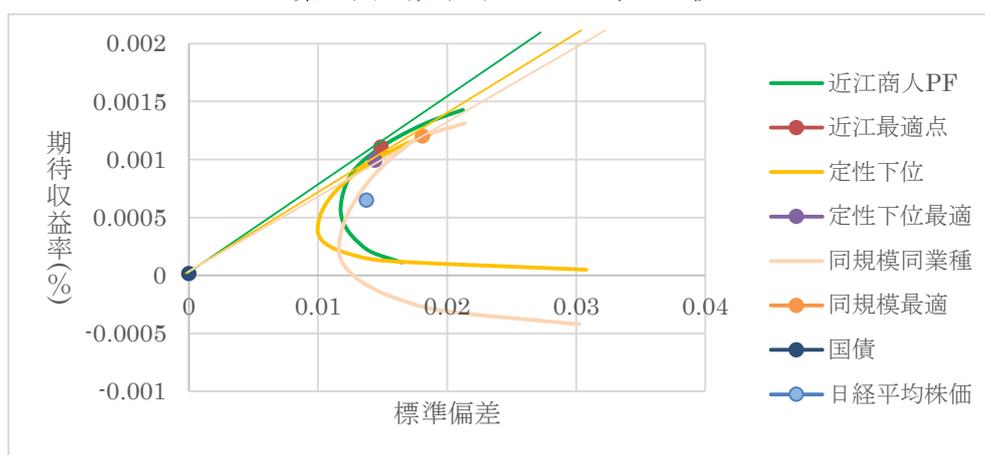
	LOG(JIKA)	LOG(K)	LOG(L)	LOG(SALE)	URITE	KAITE	SEKENN
平均値	11.448	4.500	3.964	11.676	1.334	1.412	2.681
中央値	11.468	4.484	3.953	11.633	1.500	1.833	2.708
最大値	13.457	5.978	5.537	13.438	2.000	2.00	6.000
最小値	9.586	3.000	2.233	10.008	0.000	0.000	0.000
標準偏差	0.662	0.577	0.606	0.573	0.499	0.712	1.133

t検定を行なったところ、売上高・資本金・従業員数・買い手指標・世間指標は水準1%で有意、売り手指標は水準5%で有意となった。売り手指標と世間指標は時価総額にプラスに有意であり、特に売り手指標の影響が大きいということがわかる。また、買い手指標は時価総額にマイナスの影響を与えることが分かった。

第3節 比較ポートフォリオによる優位性

第三に、効率的フロンティアによる比較を行う。効率的フロンティアについては第3章第2節で示した通りである。近江商人企業ポートフォリオ、定性下位企業ポートフォリオ、同規模同業種企業ポートフォリオ、それぞれの2010年12月1日から2015年11月30日の5年間の株価を基に効率的フロンティアを作成した結果第8図のようになった。また、それぞれのポートフォリオ最適点におけるリスクとリターンは第12表で示した。

第8図 効率的フロンティア比較



Yahoo!ファイナンスのデータを基に独自作成

第12表 ポートフォリオ最適点におけるリスクとリターン

	近江商人	定性下位	同規模同業種	日経平均	10年国債
リターン	0.1106%	0.0994%	0.1204%	0.0652%	0.0012%
リスク	0.0149	0.144	0.018	0.0138	0.0000
シャープレシオ	0.0736	0.0682	0.0656		

近江商人企業ポートフォリオのリスクとリターンは共に、同規模同業種企業ポートフォリオに次いで大きいということがわかり、日経平均株価よりハイリスク・ハイリターンであるという結果となった。また、シャープレシオを比較すると近江商人企業の値が最大であり、同一のリスク（標準偏差）に対するリターン（期待収益率）が最も高いといえる。よって近江商人企業のポートフォリオに投資することで、最も効率的にリターンを得ることができると考えられる。三方よしで社会に良い行いをする企業を定性的に選定した結果、投資対象としても効率的な企業群を選ぶことができた。

第4節 フィールドワーク

我々のスクリーニング方法が適切であったかの確認や、企業は実際にCSRやCSVについてどのような認識で取り組んでいるのか生の声を反映させ、研究の質を高めるため、フィールドワークとして企業へのヒアリング調査を行った。17社中7社から訪問許可をいただいたため、その報告を行う。

企業名	証券コード	業種	写真
日本電産株式会社	6594	電気機器	
場所	日時		
日本電産京都本社ビル	2015年12月10日(10:00~11:00)		
担当者	訪問者		
CSR推進室 永安氏(室長)・宮本氏	左から、西澤・上田・宮本氏・川瀬・緒方		
内容			
～本業で社会に貢献するのは企業としての義務～			

- 1. 長年のステークホルダー重視の秘訣**
1973年の創業当時から現代で言われるCSR,CSVを行っていた。経営理念である「最大の社会貢献は雇用の創出であること」「世の中でなくてはならぬ製品を供給すること」「一番にこだわり、何事においても世界トップを目指すこと」こそが自社のCSRであり、経営に落とし込むことでステークホルダーとの対話を実現している。
- 2. CSVへの意見**
創業当時から行っており、マスコミや海外からの注目は後から登場した。マイケルポーター氏とも何度かお会いしたが、日本企業にはCSVの世界的見本になる素質は備わっている。
- 3. CSRの課題と対策**
サプライヤーとの関係構築。自社だけがCSRを意識し、実行するだけでなく、調達から販売まで関係する全企業がCSR意識を持たないと持続性は保てない。
- 4. 本論文への意見**
松下幸之助のように、近江商人のような三方よし理念を持ち合わせた経営者は存在する。

企業名	証券コード	業種	写真
三菱商事株式会社	8058	卸売	
場所	日時		
三菱商事ビル	2015年12月21日(9:00~10:00)		
担当者	訪問者		
環境・CSR推進部 清松氏	左から、上田・川瀬・清松氏・中西		
内容			
～地域との共生を掲げ自主的にCSRに取り組む～			

- 1. 長年のステークホルダー重視の秘訣**
三綱領や経営理念にCSRの概念が含まれていたために、創業当時から地域との共生を常に図ってきた。1990年代から日本だけでなくグローバルスタンダードなCSRへ参画。財務的な基盤のもと、CSRはあくまでも自主的に取り組んでおり、企業の成長と社会との共生に実現を目指している。
- 2. CSVへの意見**
CSVはCSRの一部であり、2000年代から環境課題と利益の追求を特に意識し始め、グループ全体で社会問題解決事業に取り組む。
- 3. CSRの課題と対策**
関わるステークホルダーや事業フィールドの多様性から、社員レベルでCSRを順守させることが非常に重要であり課題である。
- 4. 本論文への意見**
CSRは理念、CSVは手段であり、補完するものではなく並列的に考えるものではない。

企業名	証券コード	業種	写真
大日本印刷株式会社	7912	製造	
場所	日時		
DNP市谷加賀町ビル	2015年12月21日(11:00~12:00)		
担当者	訪問者		
CSR推進室 佐藤氏・下村氏	左から、上田・中西・下村氏・佐藤氏・緒方		
内容			
～パートナーから一番に声がかかる存在でありたい～			

- 1. 長年のステークホルダー重視の秘訣**
創業当時から、自社の持つ技術で世の中いかに貢献できるのかを追求し続けてきた。CSR推進室が出来たのは2004年だがそれ以前より取引の中で培った技術・人脈を活かし社会問題の解決に取り組んできた。
- 2. CSVへの意見**
利益度外視は難しい。事業の中に社会課題があり、それを解決することで新たにメリットが生まれる。また、B to B企業ということもあり取引先企業との対話を大切にし、そこから事業に発展する場合も多い。
- 3. CSRの課題と対策**
制度があるのは当たり前、その上で結果やパフォーマンスを出すこと。また、日本企業共通の課題として腐敗防止の問題を解決すべきだ。
- 4. 本論文への意見**
大変面白く、学生時代に良い経験をしている。

企業名	証券コード	業種	写真
株式会社日立製作所	6501	電気機器	
場所	日時		
日本生命丸の内ビル	2015年12月21日(14:00～15:00)		
担当者	訪問者		
CSR・環境戦略本部企画部 小林氏	左から、上田・川瀬・小林氏・中西		
内容			
～事業の発展＝持続可能な社会の発展であるべきだ～			
<p>1. 長年のステークホルダー重視の秘訣 企業理念として優れた技術で社会に貢献することを掲げており、創業100年以上、和・誠・開拓者精神を貫いてきた。元々社会イノベーション事業としてCSVを行っているが、2005年からCSR部署を設置し、ステークホルダーからの期待を理解し経営に反映させてきている。</p> <p>2. CSVへの意見 CSRやCSVは慈善事業のために行っているわけではなく、ビジネスと関連し実施することが、持続可能性につながると考えている。社会イノベーション事業による製品・サービスが世の中のためになっていると実感できる時が、企業価値につながっていると感じる時である。</p> <p>3. CSRの課題と対策 経営戦略としてCSRを考えること。全世界に拠点を抱えて外国人投資家も多く文化・価値観も多様であるため、いわゆる刷り込み型のCSR教育はあまり現実的ではない。一方で、海外を含めたM&Aの際にCSRの考え方も刷り合わせることが重要と考えている。</p> <p>4. 本論文への意見 CSRと企業価値の関係には双方に因果関係が存在するであろう。CSRを行っているから企業価値が上がるという側面だけを強調して論じることには少々違和感がある。</p>			

企業名	証券コード	業種	写真
丸紅株式会社	8002	卸売	
場所	日時		
丸紅東京本社ビル	2015年12月22日(9:00～10:00)		
担当者	訪問者		
広報部CSR・地球環境室 田中氏・倭氏	左から、川瀬・中西・倭氏・田中氏・緒方		
内容			
～三方よしを発信していく時代へ～			
<p>1. 長年のステークホルダー重視の秘訣 近江商人源流企業として、従来より社は「正・新・和」の精神に則り、広く社会に貢献することを目指してきた。</p> <p>2. CSVへの意見 社会貢献と利益はトレードオフの関係にあるわけではなく、同時実現は可能と考える。事業を通じた社会への貢献は、重要な企業の存在意義ゆえ今後も続けていく。</p> <p>3. CSRの課題と対策 海外のCSR評価機関は、CSR実践による利益へのリターン性も評価対象とし、陰徳陽報の日本的思考とは異なるので、当社のCSRの取組みの国内外への紹介に苦勞することがある。但し、世界的にCSR、CSV、ESGが益々注目されつつあるので、当社の取組みを広範かつ有効に発信できるよう工夫している。また、今年から営業部署にもCSRの重要性を社内浸透させるように努めている。</p> <p>4. 本論文への意見 論文の切り口は面白く大変参考になった。しかし、CSRの構成ファクターが多数ある中で、本論文に採用したファクター数が限定的に感じる。</p>			

企業名	証券コード	業種	写真
富士電機株式会社	6504	電気機器	
場所	日時		
ゲートシティ大崎イーストタワー	2015年12月22日(11:00～12:00)		
担当者	訪問者		
社長室CSR推進部 市田氏	左から、中西・緒方・市田氏・川瀬		
内容			
～利益追求のプロセスで正当性が問われる時代へ～			
<p>1. 長年のステークホルダー重視の秘訣 経営理念で全ステークホルダー重視を掲げ、信頼関係構築に取り組んできた。2008年には取り組み強化を目的にCSR推進室を設置した。「経営理念」やその実現に向かって行動するための指針である「企業行動基準」は研修やポスター、ハンディカレンダー等で社員一人ひとりに浸透させており、今年からe-learningも実施。</p> <p>2. CSVへの意見 事業そのものであり、成功がそのまま企業価値向上に繋がる。社会全体で取り組むべき重要テーマの一つにエネルギー課題の解決がある。当社はこれをビジネスチャンスと捉え、エネルギー関連事業(エネルギーを最も効率的に利用できる技術)でお客様の要望に応え、お客様からの信頼獲得や長期にわたる関係構築に繋げると同時に、エネルギー課題や環境課題の解決に貢献したいと考えている。</p> <p>3. CSRの課題と対策 事業のグローバル化によってチャンスが増える分リスクも増える。リスクを防ぐための情報収集や感度が大切になってくる。また、価値観が異なる海外従業員の教育にも力を入れていく。</p> <p>4. 本論文への意見 三方よし項目においてSRIと同様に社会と世間を分けたほうが良い。また、大企業でなくともCSRはできるはずなので今後の研究に加えてみては。</p>			

企業名	証券コード	業種	写真
富士通株式会社	6702	電気機器	
場所	日時		
富士通本社事務所	2015年12月22日(13:00~14:30)		
担当者	訪問者		
CSR推進室 佐藤氏・山内氏	左から、中西・佐藤氏・山内氏・緒方		
内容			
～ステークホルダーとともに～			
1. 長年のステークホルダー重視の秘訣 創業当時からステークホルダーの支援になるようなものを作り続けてきた。「夢をカタチに」「Shaping Tomorrow with You」のコンセプトはステークホルダーを意識して作られたものであり、このようなブランドステートメントを常に持っている。そのためにFUJITSUwayという価値観を社員一人ひとりにまで浸透させてCSRをおこなっている。			
2. CSVへの意見 持続的な発展は事業の成長性と継続性から成るもの。外部からの調査や評価によってようやく実感できる。			
3. CSRの課題と対策 CSRを経営と統合させること。CSRという言葉が独り歩きし、慈善活動やボランティアという誤解を招くことが多い。企業価値を高める活動と下げさせない活動を両方するのがCSRであるという価値観を共有することが大切。			
4. 本論文への意見 内容が大変面白く、回帰分析などを用い理論と実証両面からアプローチできている。			

第 5 章 日経 STOCK リーグを通して学んだこと

日本企業が国際社会で活躍し今後も長期存続していくためには、事業と結びついた CSR の実施が必要不可欠である。本研究では、事業と結びついた CSR を近江商人の三方よし経営を振り返ることにより定義付けし、『意識・姿勢、取り組み、将来性・実現性』の三段階で三方よしを行っている企業は企業価値が高いとして実証分析を行った。それにより得られた結果が以下の 3 つである。

第一に、クロスセクションデータを用いた最小二乗法による回帰分析から、我々の定義した三方よしの近江商人的経営は企業価値に正の影響を与えるということ。

第二に、ポートフォリオ比較を通して、近江商人企業のポートフォリオは他のポートフォリオよりもシャープレシオが大きく、効率的であるということ。

第三に、株価分析によるボラティリティと β 値の推定により、近江商人企業のポートフォリオはリスクが小さく株価も安定して推移しているということ。以上 3 つの結果が得られた。

本研究の課題は、スクリーニングにおいて主に大企業を選定されてしまったことである。その原因としては、大企業は情報発信能力が高く、特に近年の CSR への注目を受けより積極的に情報を開示しているのに対し、中小企業はそのような活動を実際に行っていても、その情報を発信していない場合があることが考えられる。また、社外取締役の人数は企業の大きさに少なからず依存しており、CSV もサプライチェーンの最適化等はある程度の規模の企業でなければ実施することは難しい一面があるため、第 2 スクリーニングにおける点数が大企業に付きやすいものであったこともあげられる。本研究では、大企業であるために三方よしに積極的である、という逆の因果性に関しては、同規模同業種ポートフォリオとの比較により、大企業であっても三方よしへの取り組みには差があり、我々の選定した近江商人企業の方が有意であることを示し、一概には言えないと否定できた。しかし、情報量に差があるため困難ではあるが、より中小企業も選定されやすいような指標を考えることは課題である。

また、数ヶ月以上チームで共通の課題に取り組み、壁を乗り越えたことは今後の人生にお

第16回日経STOCKリーグ：レポートフォーマット（29/30）

いて大きな糧となると感じている。研究を進めていくうえでチームとして直面した課題は「価値観の相違によるモチベーションの差」である。我々は本稿のテーマである『新近江商人企業』を選定するまで、幾度となく意見が衝突し、何度もテーマを変更した。メンバー5名それぞれ考え方が異なる上、経済知識や個人の意見を持ち合わせている分、意見がまとまらない日々が2ヵ月以上続いた。何度も試行錯誤し、議論を重ねた上でようやく今回のテーマに行き着いた。また、「粒ぞろいより粒違い」という所属ゼミの方針もあり、知識面で差が生まれたため、班員のモチベーションが低下した。この解決策として、「全体で議事録作成」、「一人ひとりが得意な分野に特化」の2つを実行することで、班内での意識共有、議論の活性化につながりモチベーションは向上した。各個人が苦手を克服すると同時に強みを伸ばすことは残りの大学生活や社会人になってからも大切になるはずだ。

我々は日経ストックリーグを通じて、日常生活で密接な関係にありながらも実情に触れることの少ない様々な企業の情報を知ることができた。そして企業は我々の生活や日本経済を支えているだけではなく、社会の様々な問題とも密接に関わりその解決に努めているということがわかった。株式投資という観点からは、投機目的だけでなく、社会に良い行いをする企業を応援する目的での投資を行うことで、間接的には社会に投資することもできるということがわかった。社会に良い行いをすることは企業の大きな役割であると考えていたが、そのような企業を選ぶことが、持続可能性が叫ばれる近年における投資家としてまたは消費者としての役割なのではないか、ということに気が付くことができた。

終わりに、この論文を書くにあたり、熱心にご指導してくださった新関三希代教授、商人研究のアドバイスをくださった奥田以在教授、そしてこのような学習機会を設けてくださった日本経済新聞社様・野村証券株式会社様に、深く感謝し本論文の終わりとさせていただきます。

第 6 章 参考文献

東京情報大学【2012】「研究論集 Vol.16」

環境省【2013】「環境にやさしい企業行動調査」

Harvard Business Review【2011】「Creating Shared Value」

一般財団法人日本品質保証機構 HP：<http://www.jqa.jp/>

グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン HP：<http://ungcjin.org/>

日本格付け研究所 HP：<http://www.jcr.co.jp/>

三方よし研究所 HP：<http://www.sanpo-yoshi.net/>

経済産業省「平成 26 年度総合調査研究企業の持続的成長に向けた競争力の源泉としての CSR の在り方に関する調査」

株式会社野村総合研究所「CSV 事業の先進事例分析を通じた支援の枠組みに関する調査研究事業報告書（平成 26 年 3 月）」

末永國紀[2014],「近江商人と三方よし」

末永國紀[2004],「近江商人学入門—CSR の源流「三方よし」」

末永國紀[2000],「近江商人—現代を生き抜くビジネスの指針」

ポートフォリオ 17 社 HP

富士通株式会社：<http://www.fujitsu.com/jp/>

セイコーエプソン株式会社：<http://www.epson.jp/>

伊藤忠商事株式会社：<http://www.itochu.co.jp/ja/>

丸紅株式会社：<http://www.marubeni.co.jp/>

イオン株式会社：<http://www.aeon.info/>

コニカミノルタ株式会社：<http://www.konicaminolta.jp/about/index.html>

日本電産株式会社：<http://www.nidec.com/ja-JP/>

大日本印刷株式会社：<http://www.dnp.co.jp/>

三井物産株式会社：<https://www.mitsui.com/jp/ja/>

アサヒグループホールディングス：<http://www.asahigroup-holdings.com/>

株式会社リコー：<http://www.ricoh.co.jp/>

富士電機株式会社：<http://www.fujielectric.co.jp/>

オムロン株式会社：<http://www.omron.co.jp/>

株式会社日立製作所：<http://www.hitachi.co.jp/>

カシオ計算機株式会社：<http://casio.jp/>

三菱マテリアル株式会社：<http://www.mmc.co.jp/corporate/ja/company/>

三菱商事株式会社：<http://www.mitsubishicorp.com/jp/ja/>

以 上