

学位申請論文

非財務情報の企業価値

—統合報告において開示すべき KPI の実証的探究—

大 鹿 智 基

目次

第1部 本論文の背景, 目的, および分析手法	1
第1章 財務報告の変革をめぐる現状	3
1.1 本章の内容と構成	3
1.2 非財務情報開示の必要性	4
1.3 開示すべき非財務情報の検討	6
1.4 株主総会の運営状況に関する情報	11
1.5 環境対策に関する情報	15
1.6 従業員に関する情報	18
1.7 伝統的な財務報告における非財務情報の取り扱い	19
1.8 本論文の構成	20
第2章 統合報告の方向性とその変遷	25
2.1 IIRC 設立以前の流れ	25
2.2 IIRC 設立以降の流れ	28
2.3 統合報告に関する先行研究の分類	32
2.4 統合報告の現状	35
第3章 会計情報の役割と検証モデル	39
3.1 会計情報の役割	39
3.2 配当割引モデル	41
3.3 残余利益モデル	44
3.4 Ohlson モデル	48
第2部 定時株主総会の状況に関する分析	51
第4章 定時株主総会の役割と現状	53
4.1 定時株主総会の役割	53
4.2 株主総会の現状	57
第5章 定時株主総会活性化企業の特徴と活性化後の収益性	65
—1990年代の定時株主総会に関する分析—	65

5.1 1990年代において長時間総会を開催した企業の特徴.....	65
5.2 長時間総会後の収益性.....	69
5.3 本章のまとめと今後の課題.....	73
第6章 定時株主総会の活性化と業績予想の精度.....	75
6.1 経営者による業績予想の開示.....	75
6.2 株主総会活性化企業における業績予想の精度.....	81
6.2.1 データとサンプル.....	82
6.2.2 業績予想の精度の尺度.....	83
6.2.3 クロスセクショナルの比較.....	84
6.3 本章のまとめと今後の課題.....	85
第7章 定時株主総会の活性化と裁量的発生項目額.....	87
7.1 経営者による報告利益の管理.....	87
7.2 報告利益管理の方法とその検出.....	89
7.2.1 Jones (1991)モデル.....	91
7.2.2 Dechow <i>et al.</i> (1995) モデル (修正 Jones モデル).....	92
7.2.3 Kasznik (1999)モデル (CFO 修正 Jones モデル).....	93
7.2.4 Dechow <i>et al.</i> (2003) モデル (成長モデル).....	93
7.2.5 推定モデルの問題点.....	94
7.3 実証分析の手順とデータ.....	95
7.4 実証分析の結果.....	97
7.4.1 会計発生項目の総額に関する分析.....	97
7.4.2 裁量的発生項目額の推定モデルの説明力.....	98
7.4.3 株主総会活性化企業における裁量的発生項目額.....	99
7.5 本章のまとめと今後の課題.....	102
第8章 定時株主総会の活性化と株式市場の反応.....	105
8.1 業績予想の精度に対する株式市場の反応.....	105
8.1.2 クロスセクショナルの比較 (仮説 8-1 の検証).....	107
8.2 株主総会の活性化と株式リターンの同調性.....	110
8.2.1 ディスクロージャーの有用性と株式リターンの同調性.....	111
8.2.2 仮説の設定.....	112

8.2.3 実証分析のデータ	114
8.2.4 実証分析の結果.....	117
8.3 まとめと今後の課題	118
8.4 第4章から第8章までのまとめ	120
第3部 環境対策活動に関する分析.....	123
第9章 企業の環境対策活動と企業価値.....	125
9.1 環境対策活動への関心の高まり.....	125
9.2 先行研究のレビューと仮説の導出.....	129
9.2.1 クロスセクションの比較.....	131
9.3 データとサンプル.....	132
9.4 分析結果.....	137
9.5 本章のまとめと今後の課題.....	140
第10章 企業の環境対策へのコミットメントと企業価値.....	143
10.1 企業の環境対策へのコミットメントとディスクロージャー.....	143
10.1.1 カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトのアンケート.....	144
10.1.2 自主参加型国内排出量取引制度（JVETS）への参加.....	144
10.1.3 国内排出量取引制度への参加.....	146
10.1.4 自主的な中期計画の策定・ISO14001 認証の取得.....	146
10.2 分析モデルとデータ	147
10.3 分析結果.....	154
10.3.1 カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトのアンケートに関する分析(仮説 10-1a)	154
10.3.2 その他のコミットメントに関する分析（仮説 10-1b～10-1e）	155
10.4 まとめと今後の課題	156
第11章 企業の環境対策活動に関する SBSC マップ.....	159
11.1 企業の環境パフォーマンスと財務パフォーマンス	159
11.2 実証分析のモデルとデータ	164
11.3 実証分析の結果.....	165
11.4 本章のまとめと今後の課題.....	170
11.5 第9章～第11章のまとめ	171

第4部 従業員関連情報に関する分析	173
第12章 従業員関連情報と企業価値	175
12.1 従業員と企業価値	175
12.2 先行研究	176
12.3 実証分析のモデルとデータ	179
12.4 実証分析の結果	183
12.5 本章のまとめと今後の課題	185
第13章 賃下げが企業価値に与える影響	187
13.1 人的支出を取り巻く現状	187
13.2 先行研究のレビューと仮説の導出	188
13.3 データとサンプル	191
13.4 分析結果	194
13.4.1 人的支出の水準と従業員一人あたり売上高（仮説 13-1）	194
13.4.2 人的支出の水準と企業価値（仮説 13-2）	197
13.4.2 人的支出の水準の変化と企業価値の変化（仮説 13-3）	200
13.5 本章のまとめと課題	203
13.6 第12章・第13章のまとめ	204
第14章 まとめと今後の課題	205
14.1 本論文で明らかになったこと	205
14.2 本論文の貢献と今後の課題	207
参考文献	211

【初出一覧】

- 第1章 新規執筆.
第2章 「統合報告の方向性とその変遷」『会計』第188巻, 第3号, 2015年, 354-367頁に加筆・修正.
第3章 新規執筆.
第4章 新規執筆.
第5章 実証分析については, “Shareholder Activism with Weak Corporate Governance: Social Pressure, Private Cost and Organized Crime,” *The Journal of Management Accounting, Japan, Supplement 1*, 2006, pp.55-73 (Gilles Hilary氏との共著論文)のうち筆者担当部分に加筆・修正. その他は新規執筆.
第6章 「定時株主総会の正常化と経営者の意識変化に関する実証分析—業績予想の精度の変化—」石塚博司編『会計情報の現代的役割』白桃書房, 2005年, 第10章, 「株主総会活性化企業における経営者予想利益—予想利益の精度の変化と企業価値評価への影響—」『会計』第168巻, 第6号, 2005年, 879-894頁, 「経営者予想利益の精度と裁量的発生項目額—株主総会活性化企業に関する実証分析—」『早稲田商学』第409・410合併号, 2006年, 77-98頁, および「キャッシュ・フロー計算書の情報内容に関する実証分析—製造業と非製造業の特徴とその影響—」辻正雄編著『「会計ビッグバン」の意義と評価』産研シリーズ第37号, 早稲田大学産業経営研究所, 2006年, 第2章, に加筆・修正.
第7章 第6章と同じ.
第8章 「株主総会活性化企業における経営者予想利益—予想利益の精度の変化と企業価値評価への影響—」『会計』第168巻, 第6号, 2005年, 879-894頁, 「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応—株主総会活性化と会計情報有用性—」『証券アナリストジャーナル』第46巻, 第5号, 2008年, 82-92頁, および「定時株主総会の質とディスクロージャーの質—個別株式リターンと市場リターンの同調性による分析—」辻正雄編著『報告利益の管理と株式市場の反応』産研シリーズ第47号, 早稲田大学産業経営研究所, 2012年, 第3章に加筆・修正.
第9章 実証分析については, 「CO₂排出量の株価説明力と情報開示の影響」『会計プロGRESS』第12号, 2011年, 1-12頁 (阪智香氏との共著論文), 「排出量取引制度参加等と企業価値」『会計』第180巻, 第4号, 2011年, 557-571頁 (阪智香氏との共著論文), “Connecting the Environmental Activities of Firms with the Return on Carbon (ROC): Mapping and Empirically Testing a Carbon Sustainability Balanced Scorecard (SBSC),” *The Journal of Management Accounting, Japan, Supplement 2*, 2013, pp.81-97 (Shoji Oka氏およびChika Saka氏との共著論文), および“Disclosure Effects, Carbon Emissions and Corporate Value,” *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.5, No.1, 2014, pp.22-45 (Chika Saka氏との共著論文)のうち筆者担当部分に加筆・修正. その他は新規執筆.
第10章 第9章と同じ.
第11章 実証分析については, “Connecting the Environmental Activities of Firms with the Return on Carbon (ROC): Mapping and Empirically Testing a Carbon Sustainability Balanced Scorecard (SBSC),” *The Journal of Management Accounting, Japan, Supplement 2*, 2013, pp.81-97 (Shoji Oka氏およびChika Saka氏との共著論文)のうち筆者担当部分に加筆・修正. その他は新規執筆.
第12章 実証分析については, 「人的支出と企業価値の関連性—賃下げは企業価値向上をもたらすか—」『早稲田商学』早稲田商学同攻会, 第434号, 2013年, 289-311頁, および「実証研究の視点からの財務報告の分析」広瀬義州編著『財務報告の変革』2011年, 第5章 (須田一幸氏, 河榮徳氏, および奥村雅史氏との共著論文)のうち筆者担当部分に加筆・修正. その他は新規執筆.
第13章 第12章と同じ.
第14章 新規執筆.

第 1 部 本論文の背景, 目的, および分析手法

第 1 章 財務報告の変革をめぐる現状

1.1 本章の内容と構成

本論文は、株式投資家の意思決定に有用な情報という観点から、どのような非財務情報を開示すべきかという問いに対して、実証分析の手法を通じて明らかにすることを目的としている。特に、非財務情報のうち、株主総会の運営に関する情報、企業の環境対策活動に関する情報、および従業員に関する情報を取り上げ、これらの情報が株式投資家にとって有用であることを示し、今後の非財務情報の開示について示唆を与えることを目指す。

本章では、まず次節において、非財務情報の開示が要請されている理由について検討し、企業のビジネスモデルが変容しつつあることによって、貸借対照表上の実物資産のみでは、その企業の将来利益や将来キャッシュフローの予測、すなわち株主にとっての企業価値の推定をするための情報を十分に提供できなくなっていることを確認する。さらに、株式投資家の短期志向を受け、より中長期的な企業価値創造に基づいた投資を促すような情報の開示が求められつつあることを明らかにする。中長期的な企業価値創造に資するような情報は、現行の財務諸表情報では開示されていないため、財務諸表以外の情報、すなわち非財務情報の開示が必要になることが分かる。合わせて、これまで提案されてきた非財務情報開示の仕組みについてまとめた上で、本論文での検証対象とする、国際統合報告(Integrated Reporting: IR¹)のフレームワークである IR フレームワーク (IIRC 2013) との相違点を検証する。

非財務情報開示の必要性を明らかにした上で、1.3 節では、開示すべき非財務情報の具体的な内容について検討する。本論文では、国連環境計画(United Nations Environment Programme: UNEP)の金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトが 2006 年に策定した責任投資原則(Principles for Responsible Investment: PRI)から検討を始める。IR フレームワークの策定機関である国際統合報告評議会(International Integrated Reporting Council: IIRC²)も、原則主義の IR フレームワークの下で開示すべき具体的な開示内容について PRI 協会と共同での検討を進めている。PRI の中では、企業の中長期的な発展のためには環境、社会、およびガバナンスへ

¹ IR という表記は、investor relations や institutional research など様々な用語の略語として使われるため、integrated reporting を意味する場合に、<IR>という表記を用いることも多い。しかし、本論文では、ほとんどの場合 integrated reporting を指すので、特に区別の必要ない場合は単に IR と表記する。

² 設立当初は国際統合報告委員会(International Integrated Reporting Committee)という名称であったが、2012 年に国際統合報告評議会へと改称されている。

の配慮が必要という観点から、ESG(environmental, social, governance)課題に配慮した投資を求めている。PRIに署名している機関投資家の割合が増大していることに鑑みれば、それらの投資家の要請に応えるために、企業が非財務情報の中でもESG情報の開示を優先すべきことは自明である。さらに、本論文において具体的に実証分析の対象とする非財務情報として、PRI(2013)において列挙されているESG情報のうちから、E(environment: 環境)として企業の環境対策活動関連の情報を、S(social: 社会)として従業員関連の情報を、G(governance: ガバナンス)として株主総会運営状況関連の情報を抽出する。

1.2 非財務情報開示の必要性

AICPA(1994) (いわゆる「ジェンキンス・レポート」)以降、財務諸表には表れてこない情報である非財務情報の開示をすべきか、開示するとすればどのような手法を採るべきかに関する議論が続いている。その背景には、企業のビジネスモデルが変容し、実物資産以外の資産、特に貸借対照表に表示されていない資産からもたらされる利益やキャッシュフローの相対的な重要性が増大しつつあることを受け、従来の財務報告の枠組みにしたがって報告される財務情報、特に実物資産に関する情報のみでは、主たる情報利用者である株式投資家が企業価値を評価するために有用な情報を提供していないという批判がある。広瀬(2011b)は、従来の財務報告が「ポスト工業世代の企業の企業価値を・十分には開示でき」ておらず、それは「知的財産などのインタンジブルズのオフ・バランス³が問題」と指摘している(p.93)。また、伊藤(2014)においても、「企業の競争力や企業価値に大きな影響を与えている無形資産がオフバランスであることへの懸念が顕在化」しているという同様の指摘がある(p.29)。これらの指摘は、企業価値や企業の将来業績に影響を与える要因が変化していることに対し、現行の財務報告の対応が不十分であることを批判しており、株式投資家のことのみを考えたとしても、有用な情報提供のためには開示情報の範囲を拡充することが必要との主張につながる。

さらに、近年では、株式投資家の短期志向が、企業の中長期的視点に基づく経営活動の妨げになっているという指摘もある。内閣府(2013)は、1992年に5年を超えていた東京証券取引所における平均株式保有期間が、近年では1年に満たなくなり、その結果として、企業行動も近視眼化しているため、中長期的な投資を促すような業績評価や開示のあり方が必要であるという指摘をしている(pp.4-6)。企業の持続的な発展を考えた場合、株主以外のステークホルダーにとっ

³ off-balance sheet のカナ表記については、オフ・バランスとオフバランスの二つがありうるが、ここではそれぞれ引用元文献での表記を尊重している。

での企業価値も充実させねばならない。辻 (2014) は、「株主主権型モデル」、「従業員主権型モデル」、および「ステークホルダー型モデル」の3つのモデルが先行研究において類型化されていることを指摘したうえで、「現実には、これら3つのモデルが複合的に混ざり合い、環境変化と戦略に対応させていく複合適応型モデルが妥当する」と主張している (p. 3)。そうであれば、非財務情報の開示を考える際にも、①(株式投資家を含めた)様々なステークホルダーにとって、かつ②持続的発展を促すような情報が何であるかを検討する必要があるだろう。順に検討してみたい。

様々なステークホルダーのそれぞれにとって有用な情報とは何であろうか。まず、株式投資家にとって有用な情報とは、自らがおこなう投資行動を通じて、そのリスクに見合う以上のリターンを獲得するための投資意思決定に資する情報であると言える。すなわち、リスクを所与とした場合の期待収益率が高い企業、言い換えれば、株式投資家にとっての企業価値の向上が将来的に見込める企業の選別の根拠となる情報が、株式投資家にとって有用な情報である。株式投資家以外のステークホルダーについても同様の考え方ができるだろう。たとえば、従業員について考えると、従業員が自らの労働を提供して賃金を得る際、同じ努力に対して最も高額な賃金で報いてくれる企業が、従業員にとっての企業価値が高い企業となる。多くの従業員がある程度の長期にわたって同一企業に勤務することを前提とすれば、従業員にとっての企業価値の向上が将来的に見込める企業の選別の根拠となる情報が、従業員にとって有用な情報である。結果として、それぞれのステークホルダーにとって有用な情報とは、それぞれのステークホルダーにとっての企業価値が将来的に向上するか否かを判断することに資する情報であるということになる。

次に、企業の持続的発展を促す情報が何であるかを検討する。Freeman (1984)が提唱したといわれるステークホルダー理論では、株主のことだけではなく多様なステークホルダーのことをバランスよく考慮することが長期的な発展につながると主張している。すなわち、環境、顧客、従業員、その他多種多様なステークホルダーのうち、いずれかのステークホルダーのみが満足する(いずれかのステークホルダーにとっての企業価値のみを増大させる)ような企業経営ではなく、様々なステークホルダーそれぞれにとっての企業価値を増大させるような企業経営が求められている。株式市場においても、この主張と同じ方向性の投資が観察されている。短期的志向の投資家が増える一方で、その逆を志向する投資家も増えており、CSR(Corporate Social Responsibility: 企業の社会的責任)活動の活発な企業に投資をおこなおうとする社会的責任

(Socially Responsible Investment: SRI)投資の純資産残高はこの10年間で4倍以上になった⁴。CSR活動は、企業が社会の一員として、環境、顧客、従業員、その他多種多様なステークホルダーのことを考え、バランスの取れた持続可能な企業を目指すべきだとする活動である。国際標準化機構 (International Organization for Standardization: ISO) は、2010年にISO 26000(Guidance on Social Responsibility⁵)を発行し、企業がCSR活動に取り組むことを促している。前述のように、国連環境計画の金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトも、2006年に責任投資原則を策定し、投資家がESG課題に配慮した投資をおこなうよう求めている。このような投資を促進するためには、各企業において、様々なステークホルダーにバランスよく配慮した経営が行われているか否かについて、投資家に正しく伝達されるような情報開示が必要である。櫻井(2012)も、CSR活動について、経済効果を「見える化」することがCSR活動の「継続的な履行を支える暗黙の前提となっている」ことを指摘している(p.49)。

さらに、投資家以外のステークホルダーが企業に対して長期的にコミットするためには、それらのステークホルダーに対しても、バランスの良い配慮がなされているという様子が開示される必要がある。特に、非財務情報を個別に開示するのではなく、企業価値との関連性を含めて開示することが情報利用者にとっての有用な情報の必要条件である、ということになる。これらの情報は、現行の財務諸表には含まれていないため、非財務情報の開示が必要となる。

1.3 開示すべき非財務情報の検討

前節で明らかにしたように、①ビジネスモデルが変容する中で、株式投資家の投資意思決定に有用な情報のみを考えた場合にも非財務情報の開示の拡充が必要であり、さらに②企業の持続的発展のためには様々なステークホルダーに対しても非財務情報の開示が必要である。本節では、このような状況を前提に、開示すべき具体的な非財務情報を検討する。本論文では、国際統合報告評議会が検討を進めている国際統合報告フレームワークを検討対象とする。次章において詳しく検証するが、IIRCが提案している統合報告のためのフレームワーク(IRフレームワーク、IIRC 2013)では、その開示内容として、株式投資家および債権者を中心とする財務資本提供者

⁴ NPO 法人社会的責任投資フォーラムの調査 (<http://japansif.com/1506sridata.pdf>, 2015年9月20日閲覧)による2015年6月末現在のデータである。なお、ほぼ同じ期間(2005年末から2014年末)における公募投資信託全体の純資産残高の増加率は約1.7倍である(証券統計ポータルサイト (http://www.shouken-toukei.jp/statistics/pdf/07_01.pdf, 2015年9月22日閲覧)。

⁵ 企業のみが対象ではないという考え方から、corporate という語は含まれていない。

にとっての価値である「組織に対する価値」を評価するために資する情報と、財務資本提供者以外のステークホルダーにとっての価値である「他者に対する価値」を評価するために資する情報に分けた上で、企業による長期的な価値創造の様子を情報利用者へ伝達するために必要な情報開示のあり方を議論しており（IIRC 2013, par.2.4）、これまでの検討結果から導かれる非財務情報の開示の方針に類似すると判断した。

なお、投資家に対し中長期的な視点に基づく投資を促そうとすれば、その投資意思決定に資する情報提供が不可欠であることから、IIRC (2013)以外にも情報開示の仕組みが提案されている。EBRC(Enhanced Business Reporting Consortium)によって推進されている EBR(Enhanced Business Reporting)は、非財務情報の具体的な開示を目指した初期の取り組みの一つである。EBR は、KPI(Key Performance Indicator)や記述的情報を用いて、現行の財務情報に含まれないが、企業価値評価のために必要な情報を開示することを目指していた。情報開示のためのフレームワーク⁶は示したものの、具体的な開示内容や、その開示内容を規定するための方針などは示されていない。

一方、多様なステークホルダーに対する開示をするための、具体的な開示内容の拠り所として広く利用されているのは、GRI(Global Reporting Initiative)によるガイドラインである。GRI は、トリプルボトムラインと呼ばれる経済・社会・環境の各側面へのバランスのとれた配慮が必要と主張し、これらを包括的に評価・報告するためのガイドラインを作成し、更新を続けている。現在、GRI ガイドライン第4版（いわゆる G4）が公表されている。GRI ガイドラインは、具体的な開示内容を提案しているという点において、開示する企業にとって有用である。しかし、それぞれの項目の開示が必要となる理論的根拠は示されておらず、またその有用性の検証もなされていない。さらに、次章において検討するとおり、GRI ガイドラインにおいて想定される主たる情報利用者は、株式投資家を含む財務資本提供者ではなく、それ以外のステークホルダーである。したがって、株式投資家をも開示対象とする IR フレームワークとは目的が異なっている。

IIRC の取り組みに類似した提案として広瀬（2011b）による EFR(Enhanced Financial Reporting)が挙げられる⁷。広瀬（2011b）は、それぞれの非財務情報を別個に開示するのではな

⁶ EBR Framework 2.1

(http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/EnhancedBusinessReporting/DownloadableDocuments/EBRC_Framework_Version_2_1.doc, 2015年9月20日閲覧)。

⁷ 広瀬（2011b）は、日本会計研究学会平成19・20年度特別委員会「財務報告の変革に関する研究」中間報告書および最終報告書を基礎とし、さらに発展させた書である。同特別委員会の

く、それぞれが企業価値とどのように結びつくのかを示すべきだとして、EFRを提唱した（広瀬 2011b, 第9章）。EFRの考え方は、IRフレームワークに示された、「ステークホルダーにとって有益な」、価値創造についてのコミュニケーションのために「財務情報とその他の情報の両方」を提供するという目的(IIRC 2013, pars. 1.7 and 1.8⁸)と軌を一にする。また、具体的な開示内容としても、EFRとIRフレームワークの根本的な考え方は類似している（詳細は次章）。EFRとIRフレームワークとの大きな違いは、その情報提供者として想定されている機関の相違である。EFRは、「企業価値の創造・向上への・・・モデルを提供したうえで、・・・インプットとなる情報を提供すべきなのは・・・有償の・・・情報分析等機関である」として、企業以外の機関が情報開示をおこなうことを提案している（広瀬 2011b, p.257）。その一方、IRフレームワークは、企業価値を判断するためのインプット情報の開示を企業自身が行うことを目指している。本論文では、すでに公開されている情報に基づく分析をおこなうため、IRフレームワークに依拠して以降の議論をおこなう。

そうは言うものの、「どのような項目を」「どのように企業価値と関連付けて」開示すべきなのかという具体的な議論については、これまで十分に検討されていない。IRフレームワークでは、開示項目と企業価値との結びつきを示すことが求められているものの、原則主義を標榜し、具体的な開示項目を提案しているわけではない。IRフレームワークには、以下のような記載がある。

1D 原則主義アプローチ

1.9 このフレームワークは原則主義である。原則主義アプローチの目的は、組織によって個々の状況に大きな相違があることを認めつつ、求められる情報ニーズを満たすために必要である十分な比較可能性を得ることを可能にするために、柔軟性と規範性との適切なバランスをとることである。

1.10 このフレームワークは特定の主要業績指標（KPI）、測定方法、および個々の問題の開示を規定しない。したがって、統合報告書を作成し表示することに責任を負う組織は、その組織特有の状況の下で、以下の事項を決定するための判断を行使する必要がある。

- ・ どの問題が重要なのか。
- ・ 一般に認められた測定方法や開示方法を適用することも含めて、どのように開示するのか。統合報告の情報が、同じ組織の公表する他の情報と類似しているか、または他の情報に基づいているのであれ

委員になったことが、本論文において非財務情報を検討するきっかけとなった。

⁸ IRフレームワークにはIIRCから公表された日本語版があるが、本論文では日本語版を直接参照していないため、必ずしも日本語版の表現と同じではない場合がある。

ば、その情報と同じ、または容易に調整できる方法で作成される必要がある。

このような原則主義アプローチの下では、IIRC の想定するような情報が開示されれば情報利用者に非常に有用な情報となる一方、実務上の困難性によって、実体を伴わない開示になってしまう危険性を秘めている。現時点では、具体的な指針がないことへの不安が多く示されている。上妻（2012）は、「具体的な内容は必ずしも明確になっていない」にもかかわらず、「実務の見切り発車が始まっている」ことを指摘している（p. 557）。IIRC（2013）の指導原則(guiding principles)⁹に掲げられているように、重要性と簡潔性のバランスを取りながら情報の結合性を示す、という作業は、理念としては理解できるものの、実務における適用にはハードルが高い。Haller and van Staden（2014）や三代（2014）も、IIRC（2013）において具体的な指針が示されていないことを指摘している。同じ趣旨で、小西（2014）は、「統合報告制度を確立するためには、財務情報と非財務情報を・・結合させる必要があるため、KPI・・の開発が必要不可欠である」と主張している（p. 110）。

以上の議論を踏まえ、本論文では、企業価値との結びつきのある非財務情報をどのように選択すべきか、という点について実証分析を用いて検討する。検討に際して、現時点においてある程度具体的な開示内容が提示されているPRIを参考に、PRIが開示すべきであると主張するESG情報というキーワードに依拠する。ESG情報がどのように株式投資家によって利用されているかについて事例研究をおこなったPRI（2013）に掲げられている、株式投資家が投資意思決定にあたり考慮しているとした項目を参考に、E(environment: 環境)として企業の環境対策活動関連の情報を、S(social: 社会)として従業員関連の情報を、G(governance: ガバナンス)として株主総会運営状況関連の情報を抽出する。なお、これら3種類の情報は、IRフレームワークにおいて列挙されている6つの資本¹⁰（財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本：IIRC 2013, Figure 2 参照）のうち、順に、自然資本、人的資本¹¹、および財務資本の

⁹ IIRC(2013)では、統合報告書作成時に留意すべき以下の7つの項目を指導原則として示している。①戦略的焦点と将来志向、②情報の結合性、③ステークホルダーとの関係性、④重要性、⑤簡潔性、⑥信頼性と完全性、⑦一貫性と比較可能性、の7つである。

¹⁰ IRの概念フレームワークでは、資本を、組織の成功を支えるもので、多様な形態を取りうるとしている(IIRC 2013, 2.10)。すなわち、企業価値の向上をもたらす源泉として、企業価値創造プロセスを説明している(同, Figure 2)。なお、6つの資本はあくまで例示であり、企業によって内容や分類が異なる可能性があるとして主張している(同, 2.17-2.19)。

¹¹ PRIが提唱するESG情報のうち「社会」に関する情報については、IRフレームワークでは「人的資本」と「社会・関係資本」に分けて議論されているように見える。そのため、従業員

状況に関する情報に対応すると考えられる。したがって、これら 3 種類の非財務情報の有用性を検証することは、IR フレームワークの下においてどのような非財務情報を開示すべきか、という議論にも資するものと考えられる。

なお、現在、米国のサステナビリティ会計基準審議会（Sustainability Accounting Standards Board: SASB）も、統合報告書において開示すべき非財務情報の標準化を進めているが、SASB は業種別の基準開発を目指している。これは、中長期的な企業価値に影響を与える項目が業種別に異なるであろうことを前提としている。本論文で検証しようとする 3 種類の情報は、業種にかかわらず企業価値に影響を与える項目であり、その意味において検証をおこなう重要度の高い項目であると考えられる。

また、GRI ガイドラインにおいて開示されている項目の中から、それぞれの有用性を実証的に検証するというアプローチも可能だと考えられる。しかし、それらの項目の有用性の検証に際しては、包括的なデータベースが存在しないために自ずと手作業による情報の確認を行わざるを得ないため、本論文ではこのアプローチを断念した。

本論文では、株主にとっての企業価値に着目した実証分析をおこなう。これまで見てきたように、企業の持続的発展のためには、株主以外のステークホルダーにとっての企業価値をも増大させることが必要である。しかし、次節で検討する、株主にとっての企業価値が高いということが、その過程でその他のステークホルダーも満足させていることを含意するという立場に立てば、最終的な目標である株主にとっての企業価値との関連性において非財務情報の有用性を論じることで十分であると言える。また、株式市場が（少なくとも相当程度）効率的であることを前提とすれば、株式時価総額は将来のフロー数値（配当、キャッシュフロー、利益）の割引現在価値合計であり、かつそれが株主にとっての企業価値の近似値であるため、株式時価総額が中長期の持続的発展の程度を反映しているものと考えられる。

次節以降では、検証対象とする 3 種類の非財務情報が企業価値との関連においてどのような有用性を持つ可能性があるかについて概説する。

関連の情報は、ESG 情報のうちの「社会」に関する情報として選択しているが、IR フレームワークにおける 6 つの資本のうち、「社会・関係資本」ではなく「人的資本」に対応するとした。なお、6 つの資本はあくまで例示であること、6 つの資本それぞれに対応する非財務情報を選択することを目指しているわけではないことから、どの資本に対応させるか、という問題は以降の議論に影響しない。

1.4 株主総会の運営状況に関する情報

PRI(2013)では、ガバナンスに関する情報を、企業内部者のガバナンスに関する情報と、企業外部者によるガバナンスに関する情報に分類している。ここでは、IR フレームワークが財務資本提供者、すなわち企業外部者との関係性に着目していることを踏まえて、企業外部者によるガバナンスに関する情報に焦点をあてる。PRI(2013)においては、資金提供者による経営者のガバナンス(fund governance)の状況が重視されている。伝統的なエイジェンシー問題の下、資金提供者は、経営者が資金提供者の意に反しない形で行動していることを確認するために、エイジェンシー問題が生じていないことを判断するに足る情報が開示されねばならない。すなわち、PRI(2013)の分析結果は、経営者から資金提供者に対してきちんとした情報提供がなされているか、その仕組みが作られているか、という情報を資金提供者が欲していることを示している。

企業が中長期的な価値創造をしていくうえで、最も重視しなくてはならないのは株式投資家であるという主張は、特定のステークホルダーのみが満足することを目標とせず、全ステークホルダーが満足するような企業価値創造をすべし、という考え方とは相反するように聞こえるかもしれない。しかし、(株式を所有している間の)株式投資家が、経営陣の選解任や利益処分等、企業の重要事項に関して決定する権利を有している以上、株式投資家を満足させないまま、株式投資家以外のステークホルダーを満足させるような方策を採用することは困難である。また、短期的に見れば、株式投資家と他のステークホルダーの利害は対立する場合が多い(たとえば、従業員の給与を増やせば、株主への分配原資となる利益は減少する)が、中長期的にも同様の状況が成り立つことは自明ではない。むしろ、たとえば従業員の給料を増やすことで従業員のやる気が上がり、それが従業員の生産性を高め、最終的に利益も増加する、という、いわば従業員と株式投資家とがWin-winの関係になる、とするストーリーも十分に可能である。

IIRC(2013)においても、株式投資家を含む財務資本提供者への財務リターンにつながる「組織に対して創造される価値」と、(その他の)ステークホルダーに対する価値である「他者に対して創造される価値」との間に相互作用が存在する、という考え方に基づくことで、株式投資家とその他のステークホルダーの利害が一致すると主張している(IIRC 2013, Figure 1 参照)。また、「人的資本を犠牲にして・・・財務資本を最大化する」ことが、「組織の長期的な価値の最大化にはつながらない」とも指摘している(IIRC 2013, 2.9)。この考え方は、Stewart(1991)の訳書¹²における、「株主・・・のニーズを満たすことを目指すことによって、その過程で経営陣は全ての

¹² この引用箇所は原書には存在しないため訳書から引用している。

利害関係者の価値を最大化できるであろう (p.5)」という主張も株主とその他のステークホルダーの Win-win の関係が存在することを示唆している。さらに、Porter and Kramer(2011)のいう「共有価値の創造(creating shared value)」, すなわち企業とその周囲の利害関係者との共同の価値創造をおこなうべきだ, という考え方も目指すところは同じである。

株式投資家を満足させることと, その他のステークホルダーを満足させることは両立可能である, というこれらの主張は, 世界の長寿企業が, 様々なステークホルダーにどのような分配をおこなっているかを観察することによっても確認できる。図表 1-1 は Oshika and Saka(2015)の実証分析の内容を再構成したものである。Oshika and Saka(2015)では, Bureau van Dijk 社の Orbis データベースを利用し, 創業から 100 年以上が経過した企業 (以下, 「長寿企業」という。) とその他の企業の各ステークホルダーへの分配率 (2013 年) を比較している。ステークホルダーとしては, 株主, 従業員, 債権者 (負債提供者), 国・地方公共団体, の 4 グループを想定し, 当期利益, 人件費, 支払利息, 法人税等の金額を, 順にそれぞれのステークホルダーへの分配額とみなしている。パネル A は, 4 つのステークホルダーに対する分配額の合計額に対する, 各ステークホルダーへの分配額の割合を示している。

図表 1-1 長寿企業における分配の状況

パネルA 分配率の構成					
	N	株主分配率	労働分配率	金融費用分配率	租税分配率
長寿企業	714	0.178	0.681	0.049	0.051
その他の企業	11632	0.247	0.461	0.043	0.043
Wilcoxon (両側検定)		-6.344 ***	9.848 ***	2.061 **	1.388

※ 株主分配額は当期利益, 労働分配額は人件費, 金融費用は支払利息, 租税分配額は法人税等を用い, それらの合計額に対する分配割合を計算した。

※ 分析サンプル中の中央値を掲載している。そのため分配率の合計は1にならない。

※ *** は1%水準, ** は5%水準, * は10%水準でそれぞれ有意であることを示している。

パネルB 対売上高比率

	N	分配額合計 ／売上高	株主分配額 ／売上高
長寿企業	714	0.291	0.037
その他の企業	11632	0.196	0.021
Wilcoxon (両側検定)		10.080 ***	6.701 ***

- ※ 分配額合計は人件費, 支払利息, 法人税等, 当期利益の合計を用いている.
- ※ 分析サンプル中の中央値を掲載している.
- ※ *** は1%水準, ** は5%水準, * は10%水準でそれぞれ有意であることを示している.

これを見ると、長寿企業では、一部統計的に有意でないものの、従業員、債権者、および国・地方公共団体への分配率が高く、株主への分配率が低いことが分かる。すなわち、長寿企業においては、株主以外のステークホルダーへの分配が手厚くなされているという結果である。この分配によって、長寿企業においては、株主以外のステークホルダーが（少なくとも「その他の企業」における株主以外のステークホルダーと比較して）満足するであろうことは理解できる。しかし、株主「も」満足しているのか、という点は自明ではない。すなわち、株主である以上、自らへの分配率を増やすよう要求することが可能であるにもかかわらず、それをしないことは本意ではないのか、という疑問が生じる。

長寿企業の株主が、自らへの分配率が低くとも不満を主張しない理由の手がかりはパネルBにあるように思われる。パネルBの右から2列目は、4グループのステークホルダーへの分配額合計を（規模調整のために）売上高でデフレートした値を示している。ここから、長寿企業においては、そもそも分配対象となる「パイ」全体の大きさが大きいことが分かる。したがって、そのパイに占める株主への分配割合が小さかったとしても、最終的に株主の手元に届く「一切れ」が十分な大きさを保っている（少なくとも、「その他の企業」の株主へ分配される「一切れ」よりも小さくはない）のである。また、長寿企業においては収益性が多期間にわたって安定していることも観察されている。したがって、中長期的に、ある程度の大きさの「一切れ」が分配され続けることを期待して、株主も他のステークホルダーへの分配を許容しているものと考えられる¹³。

¹³ 安井（2013）は日本の長寿企業において、投資家との継続的な対話が推進されていることを示唆している。

この考え方は、ステークホルダー理論の考え方に共通する。ステークホルダー理論は Freeman (1984)によって提唱され、Donaldson and Preston (1995)や Friedman and Miles (2002, 2006)によって発展された考え方で、株主のことだけではなく多様なステークホルダーのことを考慮することが企業の長期的な発展につながると主張している。これは、「企業は株主のものであるので、株主価値の最大化のために努力する必要がある」という株主主権型モデルに対抗する主張である。わが国では広田 (2012) がステークホルダー理論と同様の主張を展開している。ステークホルダー理論に基づけば、企業は多様なステークホルダーにとっての価値向上に努める必要があるという結論になる。上記の分析結果は、世界の長寿企業がそのような行動を実践してきたことを示すものである¹⁴。

そうは言うものの、この分析結果は、生き残りバイアスの話を持ち出すまでもなく、長寿企業という、いわば「中長期的な価値創造に成功した企業」の特徴を示しているのであって、長寿企業になるための条件を示しているわけではない。しかし、長寿を成し遂げた企業において、多様なステークホルダーへの分配が考慮されているという事実は、株主以外のステークホルダーへも配慮することが長期的な価値創造につながるという可能性を示唆している。さらに、株主以外のステークホルダーが満足する状態を生み出すことが株主をも満足する状態を生み出すことにつながっているという観察結果は、IR フレームワークの考え方を実証分析の立場から支持するものである。

もちろん、株主が短期的な分配を要求する状況もあり得るだろう。この場合、短期的な分配を猶予する代わりに、中長期的には、より大きな分配を得られる、ということについて株主に納得してもらう必要がある。また、PRI (2013)で示されたように、一般論として、経営者が株主の意思に反した行動をとっていないことについて株主に納得してもらう必要もある。したがって、中長期的な価値創造を標榜する企業では、株主が経営者を信頼し、仮に短期的な利益を犠牲にするような経営行動がなされた場合でも、それが中長期的な企業価値の向上につながることにについて株主が確信することが大切であり、その意味において、株主と経営者との間に一種の信頼関係が構築されていることが不可欠となる。その第一歩は株主と経営者との間の意思疎通であろう。そこで、本論文では、株主と経営者との間の意思疎通の場として定時株主総会を取り上げ、定時株

¹⁴ なお、Oshika and Saka (2015)では、業種による影響や、年度ごとの差異など、分析結果に影響を与える可能性のある項目の多くが考慮されていないため、あくまで暫定的な分析結果である。特に、創業100年以上という条件の下では、長寿企業として含まれる企業が属する業種に偏りがあることは明らかであるため、たとえば、業種ごとに長寿企業とそれ以外の企業の比較をおこなうなどの改良が必要である。

主総会において十分な意思疎通がされている企業の企業価値が高いことを検証する¹⁵。なお、企業が株主に向けて意思表示をする場合は、Web ページでの情報発信や、プレスリリースなど定時株主総会以外にも様々考えられるが、双方向での意思疎通の場合、すなわち株主からの意見も聞くことができる主要な場合は、定時株主総会である¹⁶。

定時株主総会における十分な意思疎通がなされている企業の企業価値が高いと推測されるのは、①企業の中長期的な発展のためには、短期的には業績（利益やキャッシュフロー）を悪化させる経営判断が必要となる場合もあるが、株主に納得してもらうためには定時株主総会を通じた丁寧な説明（質疑応答への丁寧な回答も含む）が必要であることと、②定時株主総会において丁寧な説明をしていますが、その様子について株式投資家（特に株式購入前の潜在株主）が知らなければ投資意思決定に影響しないので、投資意思決定に有用な情報になるためには、株主総会の様子について開示されていることが必要であること、という2点である。

以上のことから、本論文の第2部（第4章～第8章）では、定時株主総会における株主と経営者との十分な意思疎通の程度を表す代理変数として、所要時間、出席株主数（割合）、質問数を取り上げ、定時株主総会がどのような変遷を遂げてきたかを確認するとともに、十分な意思疎通がなされている企業の企業価値が高いか否かを検証する。その分析結果を基に、定時株主総会に関する情報を非財務情報として開示すべきことを主張する。

1.5 環境対策に関する情報

企業のみならず、社会や地球の持続可能性のために、気候変動を代表とする環境問題に取り組む必要があることは論を俟たない。企業は、「財務情報のディスクロージャー以外に、社会環境情報をディスクローズすることが、半ば常態化して」おり（國部 2013, p.1）、そこでの開示情報の中心は、気候変動情報など、企業と地球環境との関わりに関する情報である。また、PRI (2013)においても、ESG 情報のうちの環境に関する情報の主要情報として、気候変動に関する

¹⁵ 本論文での実証分析の限界として、相関関係が確認されたことが、必ずしも因果関係を示唆しないことを確認しておきたい。すなわち、定時株主総会において十分な意思疎通がなされている企業について企業価値の高さが確認されたとしても、その企業価値の高さが、定時株主総会における十分な意思疎通の結果であるかどうかは検証できていない。また、十分な意思疎通がなされた定時株主総会の選択基準として用いた代理変数が、実際に意思疎通の代理変数として機能しているかについても確認されていない。

¹⁶ 企業の一般的な情報開示（特に自発的な情報開示）の影響については、Botosan (1997), Botosan and Plumlee (2002), 音川 (2000), 須田他 (2004), 内野 (2005) などがあり、いずれも自発的な情報開示と資本コストの低下との有意な相関を観察している。

情報が投資家によって利用されていることが示されている。さらに、企業の気候変動情報開示についての統一されたフレームワーク策定を目指している CDSB(Climate Disclosure Standards Board)の活動や、社会的責任投資に対する機運の高まりを通して、環境関連情報が投資意思決定に際して有する重要性も増している。

企業のサステナビリティのために、地球そのものがサステナブルであることが前提となることは当然である。企業も、環境報告書、サステナビリティ報告書などを通じ、企業と社会、企業と地球が共存するための方策や課題を自主的に報告してきた。昨今では、国連気候サミットや気候変動枠組条約締約国会議を通じ、国家の枠組みを超えた国際的な課題として認知されつつある。とりわけ、二酸化炭素（carbon dioxide: CO₂）をはじめとする温室効果ガスの排出量増加が地球温暖化の主因であることについての意見がある程度の一致を見たことで、その排出量を削減する様々なスキームが作られつつある。

環境省が公表している 2012 年度温室効果ガス排出量確定値¹⁷によると、わが国においては、2011 年 3 月の東日本大震災以降、原子力発電所の縮小・停止に伴う火力発電の増加によって二酸化炭素排出量の増加が見られるものの、森林等の吸収源の増加や、京都メカニズム¹⁸によるクレジットの取得を通じ、2008～2012 年度の 5 か年平均においては京都議定書の目標（基準年である 1990 年からの 6%減）を達成している。しかし、今後さらなる削減が求められる可能性も高く、その場合に鍵を握るのは、総排出量（CO₂換算で 1,278 百万トン）のうち約 14%（同 179 百万トン）しか占めていない家庭部門ではなく、企業を中心とするそれ以外の部門である。企業活動は、健全な地球環境があつてこそ成立するものであるから、企業の中長期的な価値創造の前提として、地球環境の中長期的なサステナビリティが必要であることは言うまでもない。

前節までと同様に、本論文は、企業業績を犠牲にしたとしても地球環境のサステナビリティを維持すべきである、という主張をするものではなく、むしろ、地球環境のサステナビリティと企業のサステナビリティは同じ方向を向いているものと考え。これは、中長期的な視野に立てば、株式投資家とその他のステークホルダーの利害が一致する、という前節の主張と同じ考え方である。すなわち、地球環境のサステナビリティを達成しようとする企業は、自社のサステナビリティも達成できるのである。

¹⁷ 2012 年度（平成 24 年度）温室効果ガス排出量確定値（2014 年 4 月公表）概要

（http://www.env.go.jp/earth/ondanka/ghg/2012_gaiyo.pdf）（2014 年 10 月 10 日閲覧）。

¹⁸ 京都メカニズムとは、開発途上国に対する技術および資金等の援助を通じて温室効果ガスの排出量削減をおこない、その成果の一部を援助元の削減量としてカウントする、クリーン開発メカニズムや排出量取引による炭素クレジット取得などの仕組みである。

たとえば、同一の効用をもたらす類似製品 A と B があり、製品 A は地球環境に配慮しながら製造されている一方で、製品 B は地球環境に負担をかけながら製造されているとしよう。この場合、製造原価は製品 A のほうが製品 B よりも高くなり、同程度の利益率を確保せんとすれば、製品 A の販売価格は製品 B よりも高くならざるを得ない。しかし、それを購入する消費者に十分な情報が与えられ、また消費者自身が地球環境の構成員であることを自覚しているのであれば、製品 A が購入される可能性も十分にありうることになる。逆に、消費者が製品 B を多く購入するとすれば、消費者自らが地球のサステナビリティを脅かすことになる¹⁹。したがって、地球環境配慮型の製品 A が多く販売され、その製造企業の利益が確保される一方、地球環境に負担を与える製品 B を製造する企業が窮地に追い込まれる、というシナリオも十分に想定可能である。

先行研究の多く²⁰も、企業の環境配慮行動が好業績と相関している、という分析結果を提示している。本論文の第 3 部（第 9 章～第 11 章）では、地球温暖化対策の推進に関する法律（温対法）に基づいて環境省が集計・公表している二酸化炭素排出量のデータ、企業に環境配慮の取り組み状況を開示させようとする、主として機関投資家の集合であるカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（Carbon Disclosure Project : CDP）によるアンケートに対する個別企業の回答状況に関するデータ、さらに ISO14001 をはじめとする企業の環境配慮行動に関するデータ、などを総合的に利用し、地球環境に対する各企業の活動・情報開示が株式市場によってどのように評価されているのかを実証的に明らかにする。さらに、企業の環境対策活動と企業価値の関連性に正の相関があることを前提に、投資家が考慮している項目として PRI (2013) に示されている、気候変動情報以外の環境関連情報も用い、前述したような株式市場の評価がおこなわれるまでの経路分析も試みる²¹。分析結果に基づき、環境に関する情報を非財務情報として開示すべき

¹⁹ この議論は、フリー・ライダーがないことを前提としている。ある消費者が、「自らは安い製品 B を購入するが、他者には環境配慮型の製品 A を購入してほしいと希望する」ことを仮定してしまうと、違う結論が導かれる。この仮定が現実的か否かを明らかにするためには、実際の消費者行動の観察が必要であるが、欧州委員会が 2013 年に実施した調査によれば、EU 市民の 66% が、製品の保証が 5 年に延びることを条件として、環境配慮型製品に「より高い金額を支払ってもいい」と回答している (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-653_en.htm) (2014 年 10 月 17 日閲覧)。

²⁰ たとえば、Bae and Sami (2005), Barth and McNichols (1994), Cormier and Magnan (1997), Garber and Hammitt (1998), Graham *et al.* (2001), Hughes (2000), Konar and Cohen (2001) など。

²¹ 前節における議論と同様に、それぞれの環境対策活動と企業価値の高さとの相関が観察されることが必ずしも因果関係を示唆するとは限らない。特に、環境対策活動と企業業績の関連については、環境対策活動を実施することが（環境配慮製品として消費者が高価な製品を購入することを通じて）企業業績の向上につながるという因果が存在する一方、企業業績の高い企業

ことを主張する。

1.6 従業員に関する情報

PRI(2013)では、投資家が考慮する社会関連情報として、顧客（得意先）との関係、サプライチェーン（仕入先）の状況、従業員および労働組合との関係、そして地域社会を含めたその他ステークホルダーとの関係、が挙げられている。本論文では、そのうち従業員に関する情報に着目する。IR フレームワークにおいても、人的資本は社会・関連資本と別個に扱われており、その重要性が高いことが示唆されている。

企業の従業員が生産活動にとって不可欠であることは言うまでもない。たとえば、コブ・ダグラス型の生産関数における生産要素は資本と労働である。しかし、現行の企業会計においては、労働者への支払いである賃金・給与を費用、すなわち企業の純資産の減少として記録しているのみである。このことは、収益やその成長率をはじめとする他の条件が等しいとすれば、賃金・給与を支払えば支払うだけ当期の利益を減少させ、企業価値を引き下げてしまうことを意味する。一方、わが国への資本主義の導入・発展を支えてきた経営者は、「会社を単なる機能集団ではなく、従業員を重視し、ヒトを育てる経営共同体を目指していた（水野 2015, p.7）」とされる。さらに、水野（2015）は、「人件費を単なる原価・費用とはみなさずに付加価値から分配される労働成果」と考える付加価値指標の重要性を主張している（p.10）。本章第4節（1.4）で見たとおり、サステナビリティを達成した長寿企業においては、従業員への分配率が高い。このことは、従業員が単なる費用を生み出す存在ではなく、従業員と共創することが企業価値の向上へつながることを示唆している。

Rosett(2001, 2003)も同様の観点から従業員をとらえている。Rosett(2001)は、従業員の存在を、企業の貸借対照表には表示されない「価値の源泉」かつ「給与支払の義務」、すなわちオフ・バランスの資産でありオフ・バランスの負債であると想定した実証分析をおこなった。分析の結果、株式市場が従業員を隠れた資産および負債とみなして価格付けをおこなっている、という主張に整合的な結果となった。このことは、株式投資家も、従業員のことを将来の企業価値向上をもたらす要素として見ていることを示唆している。そうであれば、IR フレームワークの下で開

が（資金的・業績的に余裕があるために）環境対策活動を実施するという因果も存在する可能性が高い。本論文では、企業業績をコントロールした上で、環境対策活動と企業価値との関係性を検証する方法を採用しているが、上述した、双方向の因果関係の影響を完全に除去できているわけではない。

示すべき項目として従業員に関連する情報が挙げられることになる。本論文の第4部（第12章および第13章）においては、従業員に関連する情報と企業価値との関連について実証的に分析し、その分析結果を基に、従業員に関連する情報を非財務情報として開示すべきことを主張する²²。

1.7 伝統的な財務報告における非財務情報の取り扱い

本節では、現行の財務報告における非財務情報の取り扱いがどうなっているかについて、国際会計基準審議会(International Accounting Standard Board: IASB)が主導する国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards: IFRS²³)における非財務情報の扱いを例にとり検討する。IASBは単一の高品質な財務報告基準を目指して開発を進めており、財務報告の目的を「報告企業に関して・・・が行う意思決定に有用な財務情報を提供すること」としている(IASB 2010a, OB2)。一見すると、財務情報に重点を置いているように見えるが、IASBも「経営者による説明(management commentary: MC)」における非財務情報の充実を求めている。

米国においてもほぼ似たような状況にあると考えられる。Form 10-K等の年次報告書の記載内容を規定しているRegulation S-Kでは、「財政状態および経営成績に関する経営者による討議および分析(management's discussion and analysis of financial condition and results of operations)」において、財政状態、財政状態の変化、および経営成績を理解するために必要な情報を開示することを求めている(Item 303)。そのような情報としては、当然に非財務情報を想定しているだろうから、非財務情報の必要性は認識されていると思われる。

わが国でも、企業会計基準委員会が提示した概念フレームワーク(企業会計基準委員会 2006)において、「投資家はその役割(筆者注:開示された情報を利用して企業価値を評価すること)を果たすのに必要な情報を開示することが期待されている」と記述しており(第8項)、財務情報以外の情報の開示も必要であることが述べられている。

したがって、IRフレームワークと現行の財務報告制度の目指す方向性に大きな差異はないように思われる。両者の差異は、非財務情報を通じて伝えようとする情報の位置付けの点に存在す

²² この分析についても、前節までに提案した実証分析と同様の限界を抱えている。たとえば給与水準と企業価値との相関関係が確認されたとしても、給与水準が高いことによって従業員の志気が高まり、それが企業価値の高さにつながったとする因果関係と、企業価値が高いからこそ給与水準を高く保てるという因果関係のいずれを反映したものであるかは断定できない。

²³ 本論文では、国際会計基準(International Accounting Standards: IAS)を区分して議論することはないので、IASを含む一連の基準をIFRSと呼ぶ。

る。IIRCは、企業価値創造のプロセスが報告されることを目指しており、「組織の価値創造能力は、定量的情報と定性的情報との組合せによって、最も適切に報告できる」と述べている（IIRC 2013, par. 1.11）。一方、現行基準では、非財務情報を補足的な情報と位置付けているように思われる。たとえば、IASBは、MCに対する実務報告書²⁴の中で、経営者が「企業の目的やそれを達成するための戦略を説明する機会」と位置付けている（IASB 2010b, IN3）。IRフレームワークでは、非財務情報が企業価値とどのような関連性を有するかについて言及するというスタンスであるため、IIRCのほうが、非財務情報をより重視しているといえる。

情報提供者である企業が何を報告すべきか、という点に対する規定の仕方も大きく異なっていることが指摘できる。（少なくとも現時点での）IRフレームワークは、「組織特有の状況を考慮した上で」「重要性のある情報」が何であるかを判断し、「測定方法及び開示方法を適切な形で適用すること」を求める（FW1.10）という、原則しか示されていない。企業価値の創造プロセスは企業ごとに異なるのであるから、各企業が適切な情報公開を行うべし、という姿勢である。ただし、少なくとも、開示すべき情報の候補が与えられなければ、企業が情報提供に消極的になり、結果としてIIRCが達成せんとする目的すら覚束なくなる可能性も十分にあり得る。すべての項目について網羅するものではないものの、本論文が、IRフレームワークの下で開示すべき情報の候補を実証的に明らかにすることで、具体的な開示情報の候補を提示することができるだけでなく、今後、開示情報の選定を行う際の検討方法を提案することもできると考える。

1.8 本論文の構成

以上述べてきたように、本論文は、今後の財務報告にとって不可欠となる非財務情報の開示に際し、株式投資家にとっての企業価値という観点から開示すべき非財務情報を、実証分析を通じて検証することを主たる目的としている。株式投資家にとっての企業価値評価と非財務情報との関係を分析するためのコンセプトとして、統合報告を一つの手がかりとして扱う。最終的には、開示すべき非財務情報の候補を提示するほか、今後、他の非財務情報の有用性を検討する際の分析方法をも提案することを目指している。以降の構成は以下のとおりである。

次の第2章では、統合報告（およびその設定母体であるIIRC）の沿革をたどることを通じて、統合報告の目指す方向性とその変遷を明らかにする。合わせて、統合報告をめぐる学術研究が、大きく3つの視点から行われていることを確認したうえで、本論文の立場を示す。続く第3章で

²⁴ 実務報告書はIFRSの構成要素ではないため、IFRSを適用するすべての企業が従うわけではない。

は、第4章以降の実証研究における検証モデルを導出する。実証分析においては、会計利益を用いて株式投資家にとっての企業価値を評価する残余利益モデルを基礎とし、それに利益の時系列流れを変数として組み込んだ Ohlson(1995, 1999, 2001)を主たる分析モデルとして利用する。その導出過程を示す。この第3章までが、実証分析をおこなうための土台作りの章であり、本論文の第1部と位置付ける。

第4章以降において、実証分析をおこない、開示すべき非財務情報の候補を探求する。第4章から第8章では、定時株主総会に関する情報に着目した議論を進める。まず、第4章においては、定時株主総会の意義を確認したうえで、日本における定時株主総会の状況に関する変遷を検証する。定時株主総会における経営者と株主との間の意思疎通の程度の代理変数として、株主総会の所要時間、出席株主数および出席株主数が全株主数に占める割合、ならびに質問数を取り上げる。検証の結果、1990年代には強固な株式持ち合いと特殊株主（いわゆる総会屋）の存在を背景として株主総会が形骸化していた（意思疎通の場として機能していなかった）こと、その後1990年終わりから2000年代前半にかけて、外国人株主の増加と特殊株主対策の強化によって株主総会が徐々に活性化してきた（意思疎通の場として機能するようになってきた）ことが明らかになる。

続く第5章では、全体として株主総会が形骸化していた1990年代においても活性化が観察されていた企業を対象に、活性化が観察された企業の特徴と、活性化が観察された翌年以後の株主総会および収益性の変化を検証する。分析の結果、規模が大きく、業績が悪い企業において株主総会の活性化が観察されること、株主総会の活性化が観察された企業では、その後の収益性が改善すること、そして、それにもかかわらず引き続き株主総会の活性化が観察されることを確認する。第5章の分析結果は、定時株主総会が、単なるセレモニーの場ではなく、（現在における定時株主総会の役割とは異なるものの）意思疎通の場としての意義を有していたことを示唆するとともに、活性化の指標として取り上げる、定時株主総会所要時間、出席者数（割合）、および質問数といった代理変数が、代理変数として機能していることも確認するものである。

第6章では、徐々に活性化した企業が増えてきた2000年代前半を対象に、株主総会の活性化が観察された企業の公表する業績予想の精度が高いことを確認し、定時株主総会が、経営者による意思疎通の働きかけの場であること、そしてそのような経営者の姿勢が、定時株主総会以外の場においても発現することの示唆を得る。続く第7章では、第6章において確認された業績予想の精度の高さが、裁量的発生項目を用いた経営者の裁量行動（実績値を予想値に近づける行動）によるものではないことを検証する。すなわち、これらの企業では、見かけの精度の高さではな

く、本来の意味での業績予想の精度の高さが観察されていることを明らかにする。

第8章では、精度の高い業績予想を公表する企業に対する株式市場の反応について、二つのアプローチを用いて観察する。一つ目のアプローチは、株主総会活性化企業が開示する業績予想の、株式時価総額に対する説明力について、その他の企業が開示する業績予想の説明力と比較分析するものである。分析を通じて、株主総会活性化企業においては、過去の成果である当期利益の情報よりも、将来についての見通しを示す情報である次期予想利益の情報のほうが株式時価総額に対して高い説明力を有することを確認する。また、株主総会活性化そのものに対して、株式市場がポジティブな評価を示している（純資産簿価、当期利益、次期予想利益を所与としても、株主総会活性化企業の株式時価総額が高い）ことを観察する。

二つ目のアプローチは、株主総会の活性化の程度と株式リターンの同調性（いわゆる市場モデルの決定係数）との間の関係性について分析するものであり、両者に負の関係（株主総会の活性化が観察される企業では株式リターンの同調性が低い）が存在することを確認する。この分析結果は、Morck *et al.* (2000)およびJin and Myers (2006)の主張にしたがえば、株主総会の活性化の程度とその他の開示情報の（株主にとっての）有用性が関連を有することを示している。すなわち、株主総会の活性化の程度が高い企業では、その他の情報開示においても株主にとって有用な情報を提供している、ということの意味している。

以上の分析を通じ、株主総会の活性化の程度が、（直接的であるか間接的であるかは明らかにならないものの）株式市場における価格形成に反映されていることが明らかになったものと考えられる。そこで、統合報告において開示すべき非財務情報の一つとして、株主総会関連情報を提案する。この、第4章から第8章までを本論文の第2部と位置付ける。

その後、第9章から第11章までを本論文の第3部とし、企業による二酸化炭素（CO₂）排出量や、企業が実施する環境対策活動と株主にとっての企業価値との関係性を明らかにする分析をおこなう。まず、第9章においては、企業が環境対策活動およびその開示をおこなう動機について、正統性理論（legitimacy theory）とステークホルダー理論（stakeholder theory）の二つの理論をベースにして議論をおこなう。その後、世界および日本のCO₂排出量をめぐる現状を明らかにしたうえで、個別の企業のCO₂排出量と企業価値との関連性について実証分析をおこなう。分析の結果、CO₂排出量の多い企業の企業価値が低いことが観察される。

続く第10章では、環境対策に関するコミットメントの表明が企業価値に与える影響を観察する。現時点でCO₂排出量の多い企業が、将来の環境対策に関するコミットメントを表明することによって、第9章で観察されたCO₂排出量と企業価値との負の関係性が緩和することを明ら

かにする。将来の環境対策に関するコミットメントとして、気候変動情報開示基準審議会（climate disclosure standards board: CDSB）の事務局であるカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（carbon disclosure project: CDP）がおこなうアンケートへの回答、自主参加型国内排出量取引制度（Japan's voluntary emissions trading scheme: JVETS）への参加、JVETS以外の試行排出量取引スキーム、CO₂排出量削減中期計画の策定、そしてISO14001の認証取得、を利用し、これらの活動を通じて、将来のCO₂排出量削減に向けたコミットメントを示した企業については、現時点でのCO₂排出量が多くとも、企業価値がそれほど低くならないことを示す。

さらに、第11章では、SBSC (sustainability balanced scorecard)の考え方をを用いて、企業の実施する環境対策活動が、どのように相互に結びついているか、さらにそれらの活動が、アウトプット、アウトカムの成果として具現化するまでの関連性はどのようになっているのかを明らかにする。さらに、一つ一つの関連性について実証分析をおこなうことで、企業内部での環境対策活動がROC (return on carbon)と結びついていることを実証的にも確認する。

以上の分析を通じ、CO₂排出量の情報、およびその削減に関連するコミットメントや環境対策活動に関する情報が、株価と関連性を有していることを明らかにする。そのことから、これらの情報を統合報告において開示すべきであることを提案する。

第12章以降は本論文の第4部として、従業員に関連する情報の有用性を検証する。第12章では、従業員を雇用することが、企業にとってオフバランスの資産（将来の収益の源泉）かつ負債（リスク増加の要因）であることを仮説として設定し、実際のデータを用いて分析する。分析の結果、他の条件が等しければ、従業員数の多い企業の株式時価総額が高いことが観察される。これは、株式投資家が、従業員のことをオフバランスの資産と考えているという仮説と整合的な結果である。また、従業員数の多い企業の株式リターンの変動性も大きいことも観察され、株式投資家が、従業員のことをオフバランスの負債としても考慮していることが示唆される。

続く第13章では、給与水準と収益性および企業価値との関連性について分析する。まず、給与水準の高い企業では、それに見合うだけの従業員一人あたりの売上高が高いことを観察し、それが企業価値に結びついていることを確認する。さらに、給与水準の変化と収益性や企業価値の変化との関係についても分析し、給与水準の変化と企業価値の変化との間には関係性が存在しないことを確認する。これにより、給与水準の引き下げが、短期的な収益性改善には寄与するものの、企業価値の改善には結びつかない可能性があることを示唆する。

最後に、第14章において本論文の分析結果をまとめるとともに、今後の課題を提示する。以

上が本論文の構成である。

なお、本章の最後に、これらの実証分析の結果と統合報告における開示の必要性について論じておく。本論文における実証分析の多くは、様々な非財務情報と株価（株式時価総額）の関連性を検証している。そして、分析結果を見る限りにおいては、検証の対象となった非財務情報が株価と関連性を有していることが示されている。この分析結果からは、それらの非財務情報には情報価値が存在し、開示をすることの必要性が正当化される。しかし、分析に用いた非財務情報は、すでにそれぞれが様々な媒体を通じて開示されている情報であるため、本論文の分析結果は、これらの非財務情報の開示チャンネルとして統合報告を利用すべきであるかについては、何らの示唆を与えるものではない。この問題については、第 14 章において再考する。

第2章 統合報告の方向性とその変遷

本章では、統合報告の開示を推進している IIRC の沿革を確認することを通して、IIRC の目指す方向性およびその方向性の変化を検証するとともに、統合報告に関連する研究が主として3つのグループに集約できることを示す。

まず、開示項目の変遷について、IR フレームワークに掲げられている統合報告の特徴のうち、伝統的な財務報告との主たる相違点である、「(過去および現在という短期的志向ではなく) 長期的にわたる価値創造に関する情報提供」および「(財務資本の提供者のみならず) 多様なステークホルダーに関する情報提供」という二つの軸を用いて整理する。この二つの軸は、前章において検討した、①(株式投資家を含めた) 様々なステークホルダーにとって、かつ②持続的発展を促すような非財務情報の開示を検討する、という本論文の問題意識とも対応している。また、このような情報内容の変遷の前提となる、「想定されている情報利用者の変遷」についても取り上げる。情報内容および情報利用者の変遷を整理することで、原則主義である IR フレームワークの下で開示すべき情報が持つべき特性を考察し、次章以降の実証研究におけるモデルの導出の前提を示す。最後に、統合報告における開示項目および情報利用者の変遷プロセスが、統合報告に関連する研究として3つのグループを生み出していることを示し、本論文がどのグループの系譜に属するかを明確にする。

2.1 IIRC 設立以前の流れ

IIRC の主たる設立母体の一つは、A4S (Accounting for Sustainability) である。A4S は 2004 年にチャールズ皇太子 (ウェールズ公チャールズ) によって設立された組織であり、企業が、地球環境をはじめ、広く社会に配慮することの重要性を主張し、環境保護活動など、中長期的な持続性に関する情報を外部利害関係者に開示できるような制度作りを目指していた。2006 年報告書²⁵では、その背景として、環境に関する情報が「短期および中期の財政状態には直接的な影響をほとんど与えない (p. 1)」ために、意思決定者 (投資家) が考慮してこなかったという点を指摘した上で、今後は、二酸化炭素排出量、自然資源の利用、社会福祉、生物多様性、水やエネルギーの使用、などに関して企業が開示すべきであると提案している。この報告書を見る限り、多

²⁵ Accounting for Sustainability Report 2006 (<http://www.accountingforsustainability.org/wp-content/uploads/2011/12/A4S-Report-Introduction-and-executive-summary-December-2006.pdf>), 2015 年 3 月 30 日閲覧。

様なステークホルダーにとっての価値への言及が必要である、という思想はこの時点から有していたと考えられる。

一方で、この時点では「財務資本提供者以外のステークホルダーに関する状況」を財務資本提供者以外のステークホルダーに報告することを主目的としていたように見える。その後、2007年報告書²⁶において、CRF (Connected Reporting Framework)という名称のフレームワークを示し、企業の戦略、財務情報、そして持続可能性に関する情報(sustainability information)とを「結合した形で」報告することを提案している。この報告書が”connected”という発想となった初期の提案ではあるが、あくまで持続可能性や(短期的な)財務情報とのリンケージを志向しており、財務資本提供者にとっての長期的業績指標である企業価値とのリンケージは想定していないように見える。倍(2014)も、当時の方向性を「レポーティングシステムを事業戦略の一環と位置づけ・企業業績との統合情報の開示を求める動き」と指摘している(p. 310)。その後、2009年12月にIIRCの設立を提唱するまで企業価値への言及はない。

IIRC 設立母体として A4S と並んで重要な役割を担ったのは GRI (Global Reporting Initiative)である。GRI は 1997 年に設立された NPO であり、サステナビリティ報告書の開示内容のガイドラインを提案している。現在、2013年5月に提案された第4世代のガイドライン(G4)が使われている²⁷。GRI のガイドラインはトリプルボトムラインと呼ばれる、環境・社会・経済の3側面が持続可能性を高める、という思想の下で策定され、3側面の開示に関するガイドラインが提案されている²⁸。また、ガイドラインの作成・改良に際しても、開示する側(企業)のみならず、市民組織、従業員、学界、政府等の関連する多様なステークホルダーからの意見を聴取するという、マルチ・ステークホルダー・インプットという考え方を採用している。このことから、多様なステークホルダーへの配慮のための開示、という基本姿勢がうかがえる。

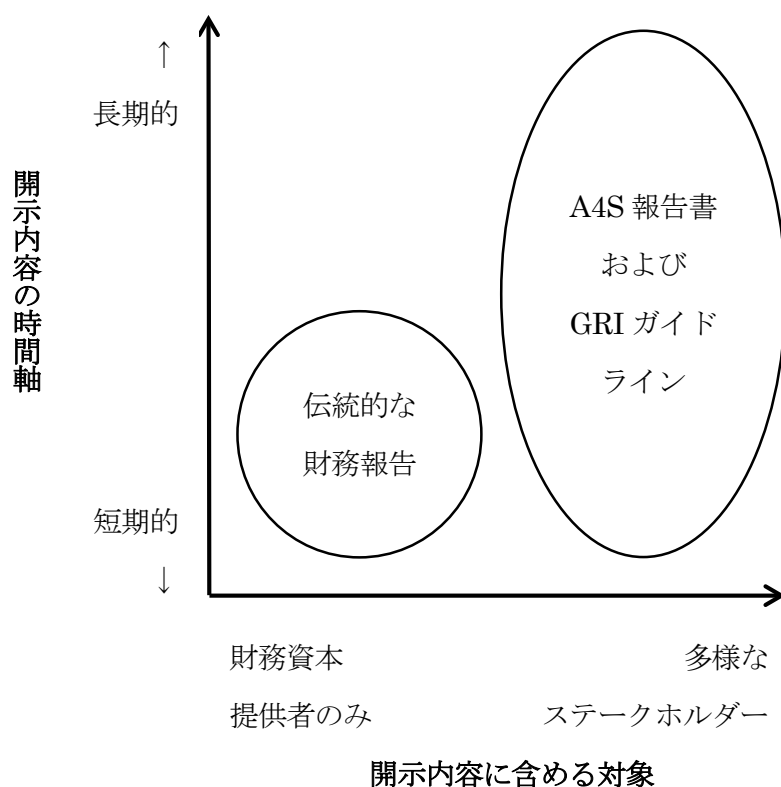
G4 のタイトルがサステナビリティ・レポーティング・ガイドラインであることから分かるように、企業がステークホルダーの意思決定に資するために発行するサステナビリティ報告書の

²⁶ Accounting for Sustainability Report, December 2007 (<http://www.accountingforsustainability.org/wp-content/uploads/2011/12/The-Accounting-for-Sustainability-Report-2007.pdf>), 2015年4月1日閲覧。

²⁷ 環境省が発行している「環境報告書ガイドライン」においても、同時期の GRI ガイドラインの環境関連項目を参考とした旨の記載がある(『環境報告書ガイドラインと GRI ガイドライン併用の手引き』, <https://www.env.go.jp/policy/report/h17-07.pdf>, 2015年4月1日閲覧, p. 7)。

²⁸ About sustainability reporting (<https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx>), 2015年4月1日閲覧。

開示内容および様式を規定する、という目的のためのガイドラインとして策定されている。そこでは、企業が「長期的な収益性を社会正義や環境保護と両立させる」ために、「企業や組織の出資者、顧客その他のステークホルダーが、持続可能な経済に移行する必要性について理解」する必要があると主張しているものの（日本語版 G4, p. 3）、経済という側面（カテゴリー）について要求されている開示項目は「収入」、「事業コスト」、「従業員給与と福利」といった短期的項目が多く見受けられるのみで、企業価値との関連へ言及することを要請していない。



出典：筆者作成

図表 2-1 伝統的な財務報告ならびに A4S 報告書および GRI ガイドラインの開示内容

すなわち、A4S も GRI も、企業が持続的に企業として存在していく、すなわちサステナビリティを維持していくためには、経済的パフォーマンスだけを目標とするのではなく、社会や環境に対してもバランス良く接していく必要があることを主張し、かつ、そのような社会や環境との企業の関わりを何らかの形で開示するための仕組み作りを目指しているものの、経済的パフォーマンス以外の側面に関する情報開示に重点がおかれ、長期的な経済的パフォーマンスの要約指標である企業価値に関する言及は乏しいと言える。伝統的な財務報告の開示内容と、A4S 報告書や

GRI ガイドラインが求める開示内容を、「長期にわたる価値創造に関する情報提供」および「多様なステークホルダーに関する情報提供」という二つの軸を用いて整理すると、図表 2-1 のようになる。また、情報提供の主たる対象者が、財務資本提供者ではなく、むしろその他のステークホルダーであることを確認しておきたい。

2.2 IIRC 設立以降の流れ

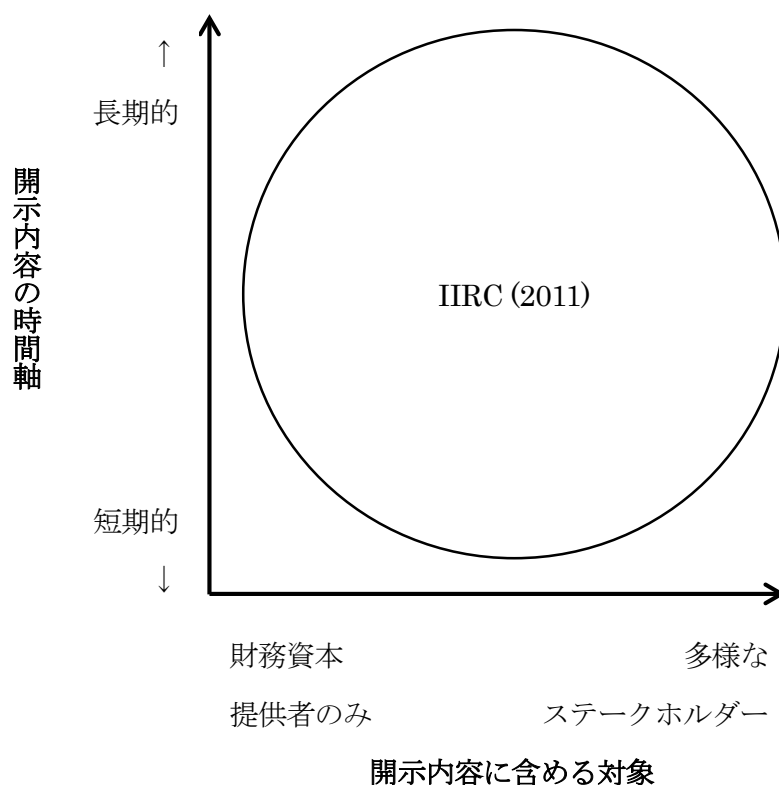
IIRC は、A4S が 2009 年 12 月に開催したフォーラム²⁹における提案に基づき、2010 年 8 月に設立された。まず、2011 年 9 月に統合報告の基本的な考え方を検討するためのディスカッション・ペーパー (IIRC 2011) を示し、それに対するコメントを集約したうえで (2012 年 6 月)、フレームワーク原案を提示 (2012 年 7 月) している。その後、公開草案 (consultation draft) を 2013 年 4 月に公表し、公開草案に対するさらなるコメント集約を経て、最終的には 2013 年 12 月に IR フレームワーク (IIRC 2013) を公表した³⁰。ここでは、ディスカッション・ペーパーと最終的なフレームワークの内容から IIRC の考え方の変遷を辿る。

IIRC (2011) は、まず、S&P 500 企業の株式時価総額に対する伝統的な財務報告の説明力が低下しつつあることを確認した上で、それに対応するために企業が開示する報告書の種類も厚さも増加していると主張している。その一方で、それら複数の報告書が、互いにつながっていない (disconnected) ために情報利用者の理解を妨げていることを指摘し、「組織の戦略、ガバナンス、業績および将来見通しに関する重要な情報をまとめあげる」統合報告の必要性を主張している (pp. 2-7)。この時点では、統合報告の目的として、「商業、社会、環境のコンテキストを反映させるような方法で、・・・現在および将来においてどのように価値を創造するか」を伝達することを掲げている (p. 6)。さらに、価値創造の源泉となる資本（「成功の源となる資源」と説明している）について、財務資本のみならず、製造資本、人的資本、知的資本、自然資本、社会資本を例示列挙している (p. 10)。そこでは、あくまで例示列挙であることを強調したうえで、企業が様々な資本を並列的に利用していると主張している。すなわち、「長期にわたる価値創造に関する情報提供」および「多様なステークホルダーに関する情報提供」という二つの視点の双方を意識した提案であること、かつ財務資本提供者とその他のステークホルダーを区別なく認識していることが読み取れる。この状況を図示すると図表 2-2 のようになる。

²⁹ A4S Forum 2009 (<http://www.accountingforsustainability.org/a4s-forum-event-2009>), 2015 年 4 月 10 日閲覧。

³⁰ The <IR> Yearbook 2014 (<http://www.theiirc.org/yearbook2014>), 2015 年 4 月 14 日閲覧。

なお、A4S 報告書や GRI ガイドラインとは異なり、主たる情報提供の対象者として財務資本提供者をターゲットにしている (p. 8) 点は重要である。すなわち、これまでは、「財務資本提供者に対して、財務資本の状況を報告する」伝統的な財務報告と、「財務資本以外のステークホルダーに対して、財務資本以外の資本の状況を報告する」社会・環境関連報告 (A4S や GRI ガイドライン) という形で、提供する資本の種類と報告を受ける資本の種類が対応していたが、「財務資本提供者に対して、財務資本以外の資本の状況も報告する」という仕組みが提唱されたことになる。



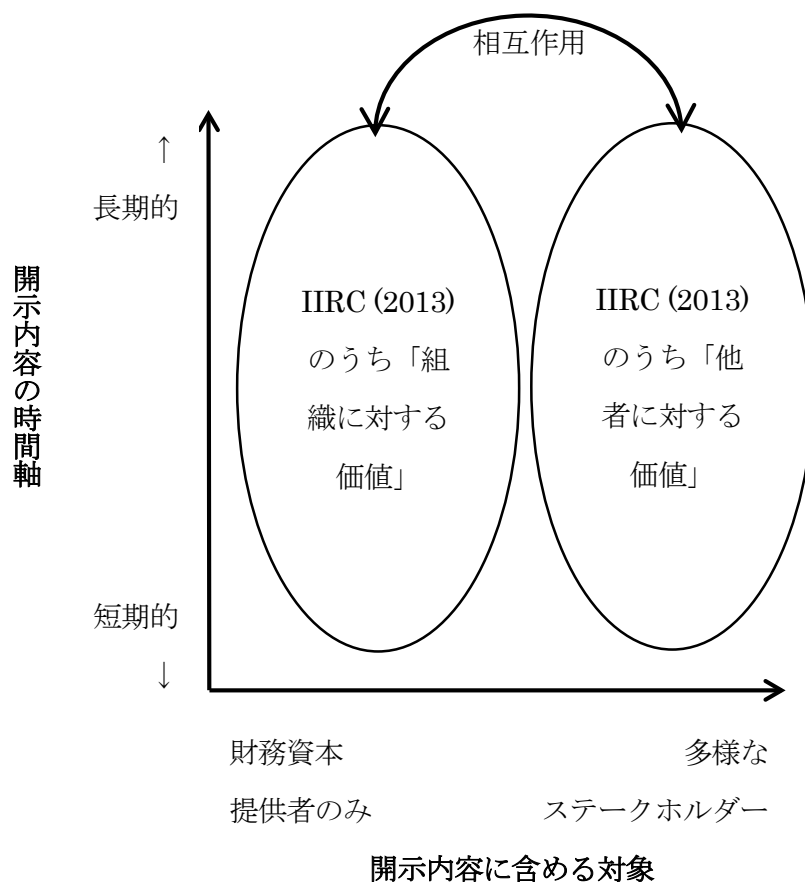
出典：筆者作成

図表 2-2 IIRC (2011)の提案内容

その後、IR フレームワーク (IIRC 2013) では、「価値」という用語に持たせる意味に変化が生じた。IIRC (2011)における「価値」の定義が曖昧であるという指摘を受け、IIRC (2013)では、「組織に対する価値」と「他者に対する価値」という二つの価値に分解したうえで、前者を財務資本提供者に対する価値、後者をその他のステークホルダーに対する価値、として説明している (FW 2.4)。また、両者が相互作用を有することが指摘されている (FW 2.5-2.9)。IIRC (2013)の

Figure 1 では、2 種類の価値の関係性が図示されており、「組織に対する価値」が「他者に対する価値」を包含していること、そして、両者の間に相互作用や関係性が存在することを示している。この変化は、ディスカッション・ペーパーに対する回答において、ディスカッション・ペーパーにおける「価値」の定義が曖昧であるという指摘がなされたことと、その後の検討の結果と考えられる。

IIRC (2013)が、企業の価値をステークホルダーごとに分解し、かつそれぞれが相互作用を有するとする関係性を示したことで、A4S の 2006 年報告書に記されていた、環境関連情報は短期・中期の財政状態に影響を与えないので財務資本提供者は興味を持たない、という状況から脱却するための報告様式としての統合報告を作成する基礎を作ったと言える。すなわち、これにより、財務資本提供者に対して、その意思決定に有用な情報として、その他のステークホルダーに関する情報を提供する根拠が示されている。さらに、主たる情報提供対象として財務資本提供者を想定する者の、財務資本提供者以外のステークホルダーに対して、その他の（財務資本提供者以外の）ステークホルダーに関する情報を提供する、という、A4S 報告書や GRI ガイドラインが培ってきた考え方も維持される仕組みを提示している(FW 1.8)。IIRC (2013)の開示内容を図示すると図表 2-3 のようになる。



出典：筆者作成

図表 2-3 IIRC (2013)の開示内容

開示内容および情報利用者の変遷をまとめると以下ようになる。まず、A4S 報告書や GRI ガイドラインは、財務資本提供者以外のステークホルダーに関する情報、とりわけ環境や社会に関連する情報を、財務資本提供者以外のステークホルダーに対して提供しようとしていたことが分かった。すなわち、伝統的な財務報告とは、開示内容も情報利用者も異なっていたことになる。また、持続可能性（サステナビリティ）という観点からの報告を志向していたため、財務資本提供者以外のステークホルダーに関する情報については、長期的な持続可能性の判断に資する情報の提供を目指していた。

その後、IIRC 設立に際し、「(財務資本提供者を含む) 多様なステークホルダーに関する情報を、財務資本提供者に対して開示する」という方向性が確立された。ただし、その時点では、(財

務資本提供者を含む)多様なステークホルダー同士の扱いはフラットであり、結果として「価値」という用語の定義が曖昧であるという批判を受けることになった。これを受けて、最終的に提案された IR フレームワークでは、「(財務資本提供者を含む)多様なステークホルダーに関する情報を、財務資本提供者に対して開示する」という方向性に変化はないものの、開示内容である「価値」を、「組織に対する価値」と「他者に対する価値」に分けることで、財務資本提供者への情報開示という姿勢がより強まったと言える。ただし、その他の情報利用者を排除しないことで、A4S 報告書や GRI ガイドラインが担ってきた役割をも継承しようとしていることがわかる。以上をまとめると図表 2-4 のとおりである。

図表 2-4 開示内容および想定する情報利用者の変遷

	財務資本提供者に関する情報	財務資本提供者以外のステークホルダーに関する情報	想定する情報利用者
伝統的な財務報告	短期	なし	財務資本提供者
A4S 報告書および GRI ガイドライン	なし	長期	財務資本提供者以外のステークホルダー
IIRC (2011)	長期	長期	財務資本提供者
IIRC (2013)	長期	長期	財務資本提供者

※ IIRC (2011)では、財務資本提供者に関する情報と財務資本提供者以外のステークホルダーに関する情報をフラットに扱っているが、IIRC (2013)では、前者を「組織に対する価値」、後者を「他者に対する価値」として分けて扱うとともに、相互作用を有するとされている。

出典：筆者作成

2.3 統合報告に関する先行研究の分類

前節では、統合報告において開示される情報内容および開示対象者が、どのような経緯を経て提案され、またそれがどのように変わってきたのかを検証した。この経緯を踏まえると、統合報告に関する昨今の研究（または統合報告に関する研究に携わる研究者）が、大きく 3 つのグループに分かれるように思われる。

まず 1 つ目のグループは、財務報告の拡張として統合報告を捉える研究である。IIRC (2011)において指摘されているとおり、株式時価総額に対する実物（有形）資産の説明力は低下してき

た。この原因を探ることは、財務資本提供者にとっての価値に限定したとしても、企業の価値の決定要因は何であるのか、すなわち財務資本提供者の投資意思決定に資する情報は何か、という問題を検討することに等しい。論者によって、無形資産、インタンジブルズ、など呼び方は異なるし、それら無形資産やインタンジブルズの具体的な構成要素という点についてはさらに多くの見解があるが、統合報告の導入によって、そのような様々な要因が効率的に開示されるようになると考えれば、財務資本提供者が企業価値を評価するために必要な情報提供の枠組みとしての統合報告が期待されるだろう。

たとえば、広瀬（2011b）が提案した EFR (Enhanced Financial Reporting) は IR フレームワークに示された概念と同様の概念を提示している。広瀬（2011b）は、EFR を、「現在および将来の投資者その他の情報利用者が自己の責任で企業価値の創造・向上プロセスを正しく理解し、企業価値を推定するのに有用な情報すなわち企業価値に影響を及ぼすバリュー・ドライバーについての情報を利用可能にさせ」る財務報告スキームだとしている (p. 256)。これは、IIRC (2013) における、「統合報告書の主たる目的は、財務資本提供者に対して、組織がどのように長期にわたって価値を創造するかを説明すること (p. 4)」、「統合報告書は、・・価値創造能力に影響を与える要因の組み合わせ・・の全体像を示す (p. 5)」とほぼ同じ主張である。

さらに広瀬（2011b）は、開示すべきバリュー・ドライバーの例として、「気候変動」「社会」「人材・組織構造」「イノベーション」に関する項目を挙げている。これらは、IIRC (2013) が例示した 6 つの資本のうち、「自然資本」「社会・関係資本」「人的資本」「知的資本」にそれぞれ対応するように思える。すなわち、財務報告スキームとしての概念においても、想定される開示項目においても、IR フレームワークと広瀬（2011b）の根本的な考え方が類似していると言える。

同じように、経済産業省（2014）（伊藤レポート）も、伝統的な財務報告の問題点を克服するための手段として統合報告を指示している。経済産業省（2014）は、「短期主義に陥りがちな資本市場（投資家）の圧力から解放されて中長期的経営を行う」ために、「経営者と投資家との間の溝やすれ違いを解消する」必要があることを指摘し、質の高い対話の一つの手段として統合報告を推奨している (pp. 7-8)。

広瀬（2011b）も経済産業省（2014）も、伝統的な財務報告の限界を受けて、その問題に対応することの必要性を指摘し、そのために非財務情報の開示を拡充すること、そして開示される非財務情報が（財務資本提供者にとっての）企業価値との関連性を有することの重要性を指摘して

いる³¹。この主張は、前節において IR フレームワーク (IIRC 2013) の特徴として指摘した、①主たる情報利用者として財務資本提供者を想定し、②長期的志向に基づいて財務資本提供者にとっての企業価値を説明できるような情報開示を目指す、という姿勢とも合致する主張である。この主張に基づく立場から統合報告の研究を進める研究者が第 1 のグループである。

統合報告を研究している 2 つ目のグループは、社会や環境という、財務資本提供者以外のステークホルダーに関する情報を、財務資本提供者以外のステークホルダーへ開示することに関して研究してきた研究者、すなわち A4S 報告書や GRI ガイドライン、さらに CSR 報告書に代表されるような社会・環境情報の開示を研究してきた研究者である。この分野の研究者は、財務資本提供者以外のステークホルダーを主たる情報利用者として想定したうえで開示されてきた社会・環境情報が、統合報告においては財務資本提供者を主たる情報利用者として想定された情報として規定されることに懸念を示している。

たとえば、上妻 (2012) は、「統合報告と CSR 報告では目的が異なるので・・・CSR 報告が統合報告で代替されるようになると、ステークホルダーは重要な情報チャネルを失うことになる」と警告している (p. 570)。水口 (2013) も、「これまでサステナビリティ報告書や CSR 報告書などの社会環境情報ディスクロージャーがマルチ・ステイクホルダーを対象に発展してきたことを考えると、投資家を主要な対象とした統合報告の概念は、議論の後退ではないかとの批判もあるかもしれない」と指摘している (p. 74)。向山 (2015) は、同様の懸念を示す一方で、投資家が環境や社会の要素を組み込んで行動するようになり、責任投資が中心になってくることで、「サステナビリティ報告書と統合報告は対立するものではなく・・・補完的なものと捉える」とも主張している (p. 74)。すなわち、統合報告が財務資本提供者を主たる情報利用者として想定しているとしても、財務資本提供者とそれ以外のステークホルダーの方向性が一致すれば、両者が納得し得るような情報開示の仕組みが構築可能であるということになる。そのような視点から統合報告のあり方を研究している研究者が第 2 のグループである。

統合報告の研究を進めている 3 つ目のグループは、管理会計の研究者である。Kaplan and Norton (1992) がバランスト・スコアカード (Balanced Scorecard: BSC) の概念を提唱して以降、非財務情報と財務情報との関連性、という要素が研究されるようになった。BSC のいう因果連鎖という概念は、統合報告における結合性という考え方と類似していると考えられる。また、「財務」以外の視点に基づく活動が、最終的には「財務」の視点に影響を与えるという BSC の主張

³¹ ただし、広瀬 (2011b) の想定する開示方法と IR フレームワークが提案する開示方法が異なっていることは前章において述べたとおりである。

は、統合報告における「組織に対する価値」と「他者に対する価値」という2つの価値が相互に作用する、という捉え方と類似している。

伊藤（2012）は CSR 活動を「将来的には企業の財務的な成果に結びつくインタンジブルズである」と捉え、CSR 活動と財務的成果との関連性を「見える化」することの意義を主張している（p. 63）。そこでは、CSR 活動を、環境価値、社会価値および経済価値を創造するツールと位置付けた上で、企業の価値を高めるための会計である管理会計において CSR 活動を研究する重要性を説いている。BSC によって提示された思想を発展させた形での非財務情報の開示スキームとして統合報告を扱う研究を実践する研究者が第3のグループである。

特許庁（2010）では、わが国企業が「知的資産を適正に表現・開示していくための枠組みについて」検討するため（p. ii）、知的資産情報を包含する非財務情報の開示の実態を調査し、非財務情報開示の目的について、（1）「財務報告を補完」、（2）「CSR の議論の延長としての財務情報と非財務情報の統合」、（3）「財務情報を補完するリスク情報を開示させる意味での・・・開示対象を拡充」という3種類があるとまとめている（p. vii、番号は筆者）。さらに、外部報告目的だけではなく「内部管理」目的での利用も考えられるとしている（表 58, p. 216）。このうち、（1）と（3）は同様の趣旨であると考えられるので、実質的には全体で3つの目的が存在することになる。本節で見た3つのグループはこのそれぞれに対応していると言える。

なお、本論文は、基本的に第1のグループの立場、すなわち財務資本提供者を主たる情報利用者として想定し、財務資本提供者の意思決定に有用な情報としての非財務情報の開示方法を探求する、という立場を採る。

2.4 統合報告の現状

ESG 情報の開示および ESG 情報開示のためのガイドラインに関する世界的動向を調査している ESG コミュニケーション・フォーラムによると、2014 年中に統合報告書およびそれに類する報告書を発行しているという日本企業の数には 142 社である³²。これを CorporateRegister.com の CR Reports データベース（2014 年 7 月時点）の情報と合わせると、強制開示が始まっている南アフリカ（164 社）に次ぐ規模となる。また、年々急激に増加していることも事実である。その中には、本来の統合報告の目的に即した統合報告書を開示している企業もある。たとえば、IIRC の実施したパイロット・プログラムに参加した企業の一つである昭和電機株式会社の発行

³² ESG コミュニケーション・フォーラム「国内統合レポート発行企業リスト 2014 年版」
(http://www.esgcf.com/archive/pdf/esgcf_reportlist_150107.pdf)、2015 年 4 月 24 日閲覧。

する統合報告書では、同社にとっての、価値創造のプロセスや多様な資本の詳細が記されている。同社の2014年度版の統合報告書³³では、価値創造のプロセス（ビジネスモデル）、それぞれのプロセスにおいて6つの資本がどのように利用されているか（インプット、アウトプット、アウトカム）の関係がどうなっているか、さらに同社にとっての6つの資本として何を想定しているか、などを示している。

一方、統合報告書という名称の報告書を開示して発行していても、その開示内容が伝統的な財務報告と従来のCSR報告書の内容を合わせたにとどまる企業も多い。実際、阪（2015）の調査によれば、約6割の統合報告書がGRIガイドラインに準拠した項目を開示しているという（p.101）。本章第1節（2.1）で検討したとおり、GRIガイドラインは、財務資本提供者以外のステークホルダーに関する情報を、財務資本提供者以外のステークホルダーへ報告することを目的として策定されているため、財務資本提供者を主たる報告対象として想定するIRフレームワークの下で報告されるべき情報を規定しているとは限らない。したがって、GRIガイドラインに準拠した統合報告書は、本来の統合報告書の要件を満たしていない可能性がある。また、野村インベスター・リレーションズの調査³⁴においても、導入企業共通の課題として、「ビジネスモデルの表し方や非財務情報の取り入れ方がわからない」ことと、「投資家が本当に求めている情報を提供できているのかがわからない」ことが挙げられている。

これまで見てきたように、GRIガイドラインで開示が推奨されているそれぞれの項目がどのようなプロセスを経てサステナビリティに結びつくのか、すなわち、掲げられている項目の開示がその企業のサステナビリティを情報利用者に理解させるために、なぜ必要であるのか、という点についてはガイドラインではほとんど記述されていない。今後、より実効性のある形での統合報告書を作成しようとするならば、IRフレームワークにおいて主たる情報利用者として想定されている財務資本提供者の意思決定に有用な情報が何であるのかを検討することは必要不可欠である。

また、開示項目の決定に限らず、統合報告に関する研究はまだ限定的である。今後の研究課題を提案したDeVilliers *et al.* (2014)においても、統合報告の自発的開示をおこなう動機や、それに対する株式市場の反応、（特に財務資本提供者以外の）各ステークホルダーにとっての企業価

³³ 「昭和電機統合報告書2014（知的資産経営報告書）」

（<http://www.showadenki.co.jp/news/report2014.pdf>），2015年5月15日閲覧。

³⁴ 野村インベスター・リレーションズ「企業の価値創造プロセスを伝える『統合報告とは』

（2）—日本の統合報告の現状と策定のポイント—」（<http://www.nomura-ir.co.jp/irweb/column/integratedreport02.html>），2015年5月15日閲覧。

値の測定方法、開示内容に対する保証のあり方、など様々な視点からの研究が必要であることを指摘している。さらに、世界に先駆けて統合報告書の開示を義務付けた南アフリカにおける統合報告書委員会 (Integrated Reporting Committee) の調査³⁵においても、IR フレームワークの解説、事例研究、および実務への提案などの研究が多く、実証分析としては、DeKlerk and DeVilliers (2012)や Kosovic and Patel (2013)などに限られていることが分かる。これらの実証分析も、非財務情報開示をおこなうことと株価との関連性を検証しており、個別の開示項目についての言及はない。このような状況を所与とすれば、個別の開示項目の有用性を実証分析の立場から明らかにしていくことには一定の意義が存在すると思われる。

³⁵ Summary of Papers on Integrated Reporting
(http://www.integratedreportingsa.org/Portals/0/Documents/Summary_of_Papers_on_Integrated_Reporting.pdf, 2015年9月23日閲覧).

第3章 会計情報の役割と検証モデル

前章では、統合報告が財務資本提供者を主たる情報利用者として想定し、財務資本提供者が企業（組織）にとっての価値を評価するために有用な情報提供を目指していることを示した。本章では、非財務情報が株式投資家に意思決定に有用であるかについて次章以降で検証するための準備として、まず、そもそも会計情報が果たす役割が何であるのかを確認する。その上で、財務資本提供者にとって有用な会計情報として統合報告が機能するために、検討対象となる非財務情報が具備すべき要素を検証するためのモデルとして、Ohlson (1995, 1999, 2001)のモデルの展開型を採用し、その導出までの流れを示す。

3.1 会計情報の役割

会計（情報）の目的については、論者によって様々な表現が用いられている。たとえば、青木（1982）では、会計の目的として「財産管理とその報告」、「経営成績および財政状態の計算と報告」、「経営管理」という3つが挙げられている（p. 19）。このうち、「経営管理」という目的は管理会計の領域に属する目的であろうから、企業外部の利害関係者への会計、すなわち財務会計の目的は「財産管理とその報告」であり、その手段として「経営成績および財政状態の計算と報告」があるものと解するのが適当だと思われる。

一方、新井（1991）では、「経済活動の合理化手段」、「受託責任の解明手段」、「財の分配手段」という3つの役割を示している。さらに、それぞれの説明を斟酌すると、「株主・債権者など企業の利害関係者による効率的な投資・・・のために必要な会計情報を提供する」ことで資金提供がおこなわれ、会計情報が「利害関係者間における財の適正配分」を促進し、最終的に「財産の管理・運営を委託された者が、その受託責任の遂行を明らかにするための手段」として利用されることを企図している。すなわち、財務資本提供者の立場から見れば、資金提供という意思決定を行う際に、また、資金提供後に自らの提供した資金が正しく利用されていることを確認するための手段として会計情報が用いられていることが分かる。

その後、会計の目的・役割についての変化はないものの、時代の流れとともに少しずつ表現が変化しつつある。近年では、会計の役割を2つの視点からとらえることが多い。石塚外（1993）は「意思決定情報（p. 1）」と「業績情報（p. 190）」と表現し、須田（2000）や広瀬（2014）は「意思決定支援機能」と「契約支援機能」と表現している（須田 2000, p. 2; 広瀬 2014, p. 12）。

佐藤・鈴木（2013）では、「価値評価」のための会計と「受託責任の評価」のための会計に分類している（p. i）。海外の文献では、Demski and Feltham（1976）や Christensen and Demski（2003）が「意思決定促進情報」と「意思決定影響情報」と分類している（Demski and Feltham, p.8; Christensen and Demski, p. 257）。

それぞれ表現は異なるが、エイジェンシー関係が存在することを前提としたうえで、財務資本提供者が投資意思決定を行う際に利用される情報、すなわち投資しようとしている企業が投資対象として魅力的であるか否かを判断するための情報と、財務資本提供者が投資を行った後に利用される情報、すなわち投資を行った企業の経営者が、受託者としてきちんと機能しているかを確認するための情報、という2種類の情報が必要である、という点は共通している。以後、本章では、投資意思決定を行う前の情報と、行った後の情報ということで、佐藤（1993）にならって「事前の」「事後の」という表現を用いて議論する³⁶。

Akerlof（1970）のレモンの例を持ち出すまでもなく、会計情報が存在しなければ、財務資本提供者は投資先企業の様子を把握することができない。すなわち情報の非対称性が存在しているため、投資案件が魅力的であるか否か（ファイナンス論の一般的な文脈で言えば、リスクに見合うかそれ以上のリターンを獲得が見込めるか否か）を判断できない。この意思決定を行うに際しては、投資先企業の将来の状況—たとえば、配当、利益、キャッシュフローや、それに基づく企業価値—を、少なくとも暗黙裡には予測するはずである。その際、投資先企業の将来の業績は、経営者を筆頭とする受託者が、委託者たる財務資本提供者に求められる努力を行うことを前提として予測することになる。この予測に資する情報を提供するのが「事前の」会計情報の役割であり、会計情報がなければ逆選択（adverse selection）を引き起こす可能性が高くなる³⁷。

その後、万が一、受託者が、委託者に要請されている努力を怠った場合には、当然予測されている業績を達成できない（少なくとも達成できない可能性が高くなる）ため、投資先としての魅

³⁶ ある企業に対して「投資する」と意思決定を行った後、その企業の業績が悪化したり、受託者たる経営者の不努力が観察されたりすれば、「投資をやめる（株式を売却する、貸し付けを引き上げる）」という2度目の意思決定がなされる。この、2度目の意思決定を基準とすれば、最初の意思決定よりも「事後の」会計情報も「事前の」情報となってしまう。ここでは、最初の意思決定（投資するか否か）について事前であるか事後であるか、という趣旨で「事前の」または「事後の」という表現を用いる。

³⁷ ここでは、その情報を企業が自主開示をするのか、それとも強制開示のための制度が必要なのかについては論じない。この議論は佐藤（2012）にまとめられている。また、古賀（2012）は、正統性理論（legitimacy theory）を用いて企業による非財務情報の自主開示がなされる因果関係を論じている。さらに、非財務情報の開示をめぐる財務報告と投資家の役割分担、その変遷、およびその変遷の理由については、柴（2011）や吉見（2011）を参照。

力が低下することになる。財務資本提供者にとっては避けるべき事態であるが、エイジェンシー問題を前提とすれば、このようなモラル・ハザードが発生すること自体をそのままでは阻止することができない。そこで、受託者の努力を（間接的ではあるものの）「結果」から判断することに資するのが「事後の」会計情報の役割である。すなわち、不努力が暴露される可能性を高くする、モニタリング機能として会計情報を開示させることで、受託者（経営者）の不努力を避ける仕組みとして機能する。

合理的な受託者であれば、自身が努力を怠れば、それが委託者に暴露される仕組みがあることを理解しているはずであるので、わざわざ不努力を選択することはあり得ない。結局、「事後の」情報提供手段として会計情報が機能すれば、受託者の不努力を抑制することになるので、経営者は、財務資本提供者に求められる努力を実行することになる。これにより、「事前の」会計情報を入手した財務資本提供者が行う意思決定の前提が担保される。逆説的かもしれないが、委託者と受託者の双方が「事後の」情報の存在を前提にすることを通じて、「事前の」情報の有用性がより強化されるのである。以降、本論文では、「事前の」会計情報の有用性に注目して議論を進める。

3.2 配当割引モデル

財務資本提供者、特に株式投資家は、投資意思決定に際し、当該投資対象が魅力的であるか否かを判断する。このときに判断材料となるのは（財務資本提供者にとっての）企業価値である³⁸。1株あたりの企業価値と比較して、その時点の株価が低ければ「買い」の判断をし、株価が高ければ「(空) 売り」の判断をすればよい。ここでは、Fama (1970)のいう、半強度の市場効率性が成立している状態を想定する。すなわち、会計情報を含む公開情報はすべて即座に正しく株価に反映されているという仮定である。このことを前提に、本節では配当割引モデルを導出する。配当割引モデルは、株主にとっての企業価値を、将来の無限期間における配当額の割引現在価値合計で表現するモデルである。

半強度の市場効率性を前提とすれば、株価は（1株あたりの）企業価値に近似する。株主にとっての便益が、金銭的な便益のみであると仮定すれば³⁹、株主が獲得するのは、配当等のインカ

³⁸ 会計情報に基づく企業価値評価の概要については、薄井（2011）を参照。

³⁹ 実際には、議決権という便益も享受することになり、それが経済的に大きな価値を持つ場合も考えられる。特に、議決権の1%（株主提案権の獲得）、33.33%（特別決議の拒否権の獲得）、50%（通常決議の議決権の獲得）、66.66%（特別決議の議決権の獲得）、などの議決権を有することは、単なる金銭的な便益を超えた便益を獲得することになる。しかし、本論文では

ムゲインと、値上がり益のキャピタルゲインの2種類となる。ここでは、配当が各期末に生ずるものと仮定する⁴⁰。この場合、 t 期の株式投資家の収益率 (ret_t) は以下のように計算される。

$$ret_t = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}} \quad (3-1)$$

ここで、 P_t は t 時点 (t 期末) での株価、 d_t は t 時点で支払われる配当を意味する。すなわち、 $t-1$ 期から t 期までの1期間株式を保有することで得られるリターンは、その期間内に生じた値上がり益とその期中 (ここでは配当の支払いを期末に仮定している) で、正確には期末) に支払われた配当の合計額を当初の投資額で除した率として定義している。

(3-1) 式を整理し、かつ投資時点を0期とおくことで、以下の式が得られる⁴¹。

$$ret_1 = \frac{P_1 - P_0 + d_1}{P_0}$$

$$P_0 \times ret_1 = P_1 - P_0 + d_1$$

$$P_0(1 + ret_1) = P_1 + d_1$$

$$P_0 = \frac{P_1 + d_1}{(1 + ret_1)} \quad (3-2)$$

(3-2) 式の含意を考えるため、ここで、割引率について検討する。実際の収益率 (ret_t) と期待収益率 ($E[ret_t]$) が一致をすることは限らないが、期待値の性質上、少なくとも平均的には一致することを仮定すれば、(3-2) 式は、1期間の投資の場合に、1期間経過後に得られるキャッシュフロー (配当と売却額) を現在価値に割引計算すれば、投資時点の株価と等しくなる、というこ

議決権比率の低い投資家を主たる検討対象とするため、上述のような相当数の議決権を獲得することの便益は考慮しない。また、株主優待の獲得についても本論文の検討対象外とする。

⁴⁰ 多くの企業が中間配当を行なっていることを考えれば、この仮定は非現実的との指摘もあり得るだろう。しかし、「各期」を必ずしも一年とは定めていないため、これを半年と考えれば本節での議論は現実に応用可能である。

⁴¹ 本来であれば、投資時点 (0 時点) においては1期後の配当額 (d_1) も株価 (P_1) も未知であるので、それぞれ期待値であることを示すため、 $E[d_1]$ および $E[P_1]$ と表記すべきであるが、ここでは煩雑さを避けるため、期待値パラメータの符号を省略する。

とを示すことになる。この場合の割引率は、当該株式のリスクに見合う期待収益率（期待リターン）が用いられる。以後、これを r で表示する。

企業の（株主）資本提供者にとってのリスクは、営業上のリスクと財務上のリスクに分けることができる。営業上のリスクは、たとえば、事業内容によって、景気の変動や為替レートの変動に対する営業業績の感応度の差が存在することから生じる。一方、財務上のリスクは、同じ事業内容であったとしても、負債比率の高低によって、株主への（残余）分配額の変動幅に多寡が存在することから生じる。ここでは、簡単のために、投資対象企業が、事業内容も財務構成も変化させないことを前提に議論を続ける。

(3-2) 式の関係は、各期において成立するので、

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{P_1 + d_1}{(1+r)} \\
 P_1 &= \frac{P_2 + d_2}{(1+r)} \\
 P_2 &= \frac{P_3 + d_3}{(1+r)}
 \end{aligned} \tag{3-3}$$

と書くことができる⁴²。これらを順次代入していくと、

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{P_1 + d_1}{(1+r)} \\
 &= \frac{\frac{P_2 + d_2}{(1+r)} + d_1}{(1+r)} \\
 &= \frac{P_2 + d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_1}{(1+r)} \\
 &= \frac{\frac{P_3 + d_3}{(1+r)} + d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_1}{(1+r)}
 \end{aligned}$$

⁴² 事業内容と財務構成が将来にわたって変化しないことを仮定したため、財務リスクおよび事業リスクのいずれも変化せず、したがって、それに見合う期待リターン（期待収益率）も変化しないことが仮定されていることになる。そのため、割引率のパラメータ r には時を示す添え字はつかない。

$$= \frac{P_3 + d_3}{(1+r)^3} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_1}{(1+r)} \quad (3-4)$$

となる。これを無限期間になるまで続けると、最終的には、

$$P_0 = \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots \quad (3-5)$$

という式が得られる。すなわち、企業の株価は、将来の無限期間の配当を現在価値に割り引いたものの総和で表現できるという、配当割引モデルである。さらに、効率的市場を仮定しているので、株価は1株あたり企業価値と近似する。したがって、

$$V_0 \approx P_0 = \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots \quad (3-6)$$

となる。ここで、 V_0 は投資時点（0時点）での企業価値を示している。この（3-6）式が配当割引モデルである。（3-6）式では、株主にとっての企業価値が、将来の無限期間にわたる配当の割引現在価値の合計として表現されることを示している。

3.3 残余利益モデル

本節では、配当割引モデルを基にして、残余利益モデル（residual income model: RIM）を導出する。残余利益モデルは、株主にとっての企業価値を、評価時点における純資産簿価と、それ以降の無限期間にわたる残余利益の割引現在価値の総和との合計として表現するモデルである⁴³。残余利益は、超過利益や異常利益とも呼ばれ、前期末（当期首）純資産簿価に株主資本コスト（率）を乗じた値を、当期利益から減じた「残り」として表現される。残余利益（ x_t^a ）は、

$$x_t^a = x_t - r \times BV_{t-1} \quad (3-7)$$

⁴³ 残余利益モデルを用いた企業価値評価の具体的な事例については大鹿（2010）を参照。

で求められる。ここで、 x_t は当期（ t 期）利益、 r は株主資本コスト、 BV_{t-1} は前期（ $t-1$ 期）末の純資産簿価である。

配当利益モデルを基にして残余利益モデルを導出するためには、クリーン・サープラス関係の前提が必要となる。クリーン・サープラス関係は、（資本取引を除く）純資産簿価の変化が損益計算を経由することを示している。すなわち、損益計算書（または包括利益計算書）で計算された当期利益の額だけ、貸借対照表上の純資産簿価が増減する、という関係である⁴⁴。これを式で表現すれば以下のようなになる。

$$BV_t = BV_{t-1} + x_t - d_t \quad (3-8)$$

ここで、配当（ d_t ）は資本取引であるから、(3-8)式は利益額のみで純資産簿価が増減していることを示している。(3-8)式を移項すれば(3-9)式が得られる。

$$d_t = x_t - (BV_t - BV_{t-1}) \quad (3-9)$$

(3-9)式を(3-6)式の配当割引モデルに代入して整理すると、残余利益モデル⁴⁵が導出される。

⁴⁴ クリーン・サープラス関係を仮定するということは、必ずしも現実の会計基準の下でクリーン・サープラス関係が成り立つ必要があることを要求していないし、そうすべきだ、ということを出張しているわけではない。あくまで、（場合によっては開示されている利益に必要な調整を加えて）クリーン・サープラス関係を満たすような利益を計算したうえで残余利益を求める必要がある、ということを出張しているに過ぎない。

⁴⁵ この式が Ohlson モデルと呼ばれることもあるが、本論文では、次節で扱う線形情報ダイナミクスを導入した企業価値評価モデルを Ohlson モデルと呼び、(3-10)式で示されるモデルについては残余利益モデルと呼ぶことにする。

$$\begin{aligned}
V_0 \approx P_0 &= \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots \\
&= \frac{x_1 - (BV_1 - BV_0)}{(1+r)} + \frac{x_2 - (BV_2 - BV_1)}{(1+r)^2} + \frac{x_3 - (BV_3 - BV_2)}{(1+r)^3} + \dots \\
&= \frac{BV_0}{(1+r)} + \frac{x_1}{(1+r)} + \frac{-BV_1}{(1+r)} + \frac{BV_1}{(1+r)^2} + \frac{x_2}{(1+r)^2} + \frac{-BV_2}{(1+r)^2} + \frac{BV_2}{(1+r)^3} + \frac{x_3}{(1+r)^3} + \frac{-BV_3}{(1+r)^3} + \dots \\
&= \frac{(1+r-r)BV_0}{(1+r)} + \frac{x_1}{(1+r)} + \frac{-(1+r)BV_1}{(1+r)^2} + \frac{BV_1}{(1+r)^2} + \frac{x_2}{(1+r)^2} + \frac{-(1+r)BV_2}{(1+r)^3} + \frac{BV_2}{(1+r)^3} + \frac{x_3}{(1+r)^3} + \dots \\
&= \frac{(1+r)BV_0}{(1+r)} + \frac{x_1 - r \times BV_0}{(1+r)} + \frac{x_2 - r \times BV_1}{(1+r)^2} + \frac{x_3 - r \times BV_2}{(1+r)^3} + \dots \\
&= BV_0 + \frac{x_1 - r \times BV_0}{(1+r)} + \frac{x_2 - r \times BV_1}{(1+r)^2} + \frac{x_3 - r \times BV_2}{(1+r)^3} + \dots \\
&= BV_0 + \frac{x_1 - r \times BV_0}{(1+r)} + \frac{x_2 - r \times BV_1}{(1+r)^2} + \frac{x_3 - r \times BV_2}{(1+r)^3} + \dots \tag{3-10}
\end{aligned}$$

残余利益モデルは、配当割引モデルで利用した仮定に加え、クリーン・サープラス関係の成立を前提としているが、それ以外の会計方針（資産評価における取得原価主義対公正価値、減価償却における定額法対定率法、耐用年数の仮定）などに左右されない。これは、たとえばある期の利益が何らかの理由で低く示されたとしても、その期末の純資産簿価が低くなることで翌期の残余利益を高く示す帰結をもたらし、結果としての企業価値は変わらない。このことを以下の例で確かめてみたい。

【説例】

A社とB社の2社を想定する。両社はいずれも、減価償却費以外の利益が毎年500百万円、評価時点（ $t=0$ ）の純資産簿価が1,000百万円であり、評価時点で600百万円の機械装置を購入している。両社とも、同機械装置を4年間使用するが、その減価償却方針は以下のように異なっている。

A社： 減価償却は4年間の定額法（残存価額0）でおこなう。

B社： 減価償却は3年間の定額法（残存価額0）でおこなう。

株主資本コスト（ r ）は年10%とする。なお、両社は4年後に解散し、その時点での純資産簿価を株主に配分する（資産および負債を時価評価しているため、純資産簿価と同額が株主に配分

可能であると仮定する)。

この場合、A社およびB社の企業価値は以下のように求められる。

[A社の企業価値]

	1年目 ($t=1$)	2年目 ($t=2$)	3年目 ($t=3$)	4年目 ($t=4$)
減価償却費以外の利益	500	500	500	500
減価償却費	150	150	150	150
当期純利益 (NI_t)	350	350	350	350
期首純資産簿価 (BV_{t-1})	1,000	1,350	1,700	2,050
資本コスト (額)	100	135	170	205
残余利益	250	215	180	145
残余利益の現在価値	227	178	135	99
解散価値 (4年後の価値) の現在価値	$2,400 \div (1.1)^4 = 1,639$			
企業価値	$1,000 + (227 + 178 + 135 + 99) + 1,639 = 3,278$			

[B社の企業価値]

	1年目 ($t=1$)	2年目 ($t=2$)	3年目 ($t=3$)	4年目 ($t=4$)
減価償却費以外の利益	500	500	500	500
減価償却費	200	200	200	0
当期純利益 (NI_t)	300	300	300	500
期首純資産簿価 (BV_{t-1})	1,000	1,300	1,600	1,900
資本コスト (額)	100	130	160	190
残余利益	200	170	140	310
残余利益の現在価値	182	140	105	212
解散価値 (4年後の価値) の現在価値	$2,400 \div (1.1)^4 = 1,639$			
企業価値	$1,000 + (182 + 140 + 105 + 212) + 1,639 = 3,278$			

残余利益の流列を見ると、ある期の減価償却費が高い（低い）ことによって、その期の残余利益が低く（高く）なったとしても、その後の期首純資産簿価と資本コスト額が低く（高く）なることを通じて残余利益が高く（低く）なるため、評価期間全体で見れば残余利益の現在価値合計額は等しくなることがわかる。これが、残余利益モデルによる企業価値評価は会計方針の影響を受けない、と言われる理由である。

3.4 Ohlson モデル

本節では、残余利益モデルに、Ohlson (1995)のいう線形情報ダイナミクス (linear information dynamics: LID) の仮定を追加して、いわゆる Ohlson モデルを示す⁴⁶。線形情報ダイナミクスは、残余利益が特定の時系列過程に従うとする仮定である。具体的には、

$$\begin{aligned} x_t^a &= \omega_1 x_{t-1}^a + \nu_{t-1} + \varepsilon_{1,t} \\ \nu_t &= \omega_2 \nu_{t-1} + \varepsilon_{2,t} \end{aligned} \tag{3-11}$$

として定式化される。ここで、 ν_t は「その他の情報」と呼ばれる、その期の財務諸表には反映されていないものの、翌期の財務諸表に影響を与える要素を指す。また、 ω_1 と ω_2 はそれぞれ残余利益とその他の情報の持続性を示すパラメータであり、0以上1未満の値をとることが仮定されている。さらに、 $\varepsilon_{1,t}$ と $\varepsilon_{2,t}$ は平均0の攪乱項である。つまり、当期の残余利益は、前期の残余利益が持続する部分と、前期の残余利益には反映されていなかったが当期の残余利益には反映される「その他の情報」、そしてランダムな影響を与える攪乱項で決定されることになる。

(3-11) 式の関係をもとに (3-10) 式の残余利益モデルに代入して整理すると、以下の式が得られる。

$$V_0 = BV_0 + \alpha_1 x_0^a + \alpha_2 \nu_0 \tag{3-12}$$

ただし、 α_1 は $\frac{\omega_1}{(1+r-\omega_1)}$ 、 α_2 は $\frac{(1+r)}{(1+r-\omega_1)(1+r-\omega_2)}$ である。(3-12) 式は、評価時点 ($t=0$) にお

ける残余利益および「その他の情報」と、それらの時系列特性を特定することで企業価値が表現できることを示している。さらに、アナリストなどが公表する、評価時点の翌期 ($t=1$) の利益予

⁴⁶ 本項における式の展開は、Ohlson (1995, 1999, 2001)のほか、河 (2005) および薄井 (2005) を参考にしている。

想値 ($E_0[x_1]$) を基に残余利益の期待値 ($E_0[x_1^a]$) が求められれば, 「その他の情報」を $v_0 = E_0[x_1^a] - \omega_1 x_0^a$ として示せることになる⁴⁷. これらの関係を整理することで, Ohlson (2001) は最終的に, 企業価値が, 評価時点の純資産簿価, その期の残余利益, そして翌期の残余利益の期待値の関数であるとする, 以下の (3-13) 式を導いている.

$$V_0 = BV_0 + \alpha_1 x_0^a + \alpha_2 E_0[x_1^a] \quad (3-13)$$

本論文ではさらに, 当期の残余利益 (x_0^a) が当期の純利益 (x_0) の関数であること ($x_0^a = x_0 - r \times BV_{-1}$) を利用し, 以下の (3-14) 式を基本的な分析モデルとする.

$$V_0 = \alpha + \beta_1 BV_0 + \beta_2 x_0 + \beta_3 E_t[x_1] + \beta_4 v_0 \quad (3-14)$$

(3-14) 式では, 回帰分析上の切片 (α) を許容している. 以降の章では, v_0 として様々な非財務情報を用いた分析をおこなうことで, 当該非財務情報の株式投資家にとっての有用性を検証する.

⁴⁷ わが国における予想利益の価値関連性分析については, たとえば太田 (2005) や奈良・野間 (2013) を参照.

第 2 部 定時株主総会の状況に関する分析

第4章 定時株主総会の役割と現状

前章までの第1部では、企業価値との関連を有する非財務情報の開示が求められていることを前提に、開示すべき具体的な非財務情報を明らかにすることの必要性を確認するとともに、非財務情報を実証的に検証するための分析モデルの導出をおこなった。本章から第8章までの第2部では、企業価値との関連を有する非財務情報のうち、ESG情報のG（ガバナンス）に対応する情報の一つとして、「株主総会の運営状況に関する情報」について分析する。株式投資家にとっての企業価値が中長期の企業業績に依存すること、そのためには、短期的な企業業績を犠牲にするような経営方針を選択せざるを得ない場合があることを所与とすれば、現在の経営者の選択が中長期の企業業績に寄与することについて、株主投資家に納得してもらう必要がある。定時株主総会が、そのための意思疎通の場として機能するのであれば、定時株主総会における意思疎通の程度（丁寧な説明がなされているか、質疑に対し真摯な応答がなされているか）に関する情報は、株主にとっての企業価値と相関を有することが見込まれる。また、投資意思決定に有用な情報となるためには、株主総会の意思疎通の程度に関する情報が開示されている必要がある。

しかし、「意思疎通の程度」の尺度（代理変数）として用いるべき指標は特定されていないため、まず、本章では、定時株主総会の役割およびその現状について検証し、所要時間、質問数、および出席者数（割合）が、定時株主総会における意思疎通の程度の尺度として機能し得ることを導出する。

4.1 定時株主総会の役割

会社法において、株主総会は、一般的に「株式会社の組織、運営、管理その他株式会社に関する一切の事項について決議をすることができる」万能機関として規定されている（会社法第295条第1項）。株主総会は定時株主総会と臨時株主総会に分かれるが、本論文で検討対象とするのは定時株主総会である。定時株主総会は、その名の示す通り事業年度ごとに開催される。基本的には事業年度終了後3か月以内に開催されるため、わが国上場企業に多い3月決算企業の場合には、6月後半に開催されることが多い。

定時株主総会では、当該事業年度の決算に関する承認（一定の要件を満たす場合は報告）のほか、その利益処分、役員を選任に関する事項が決議される。企業（経営者）側が株主の意を汲み、きちんとした経営をおこなっていれば定時株主総会において実質的な議論は必要ないとも言え

る。その意味においては、2000年代前半まで指摘されていた、シャンシャン総会などと揶揄される「株主総会の形骸化」はそれほど大きな問題ではないように思える。むしろ、株主総会を自身の利益獲得の手段として用いる特殊株主（いわゆる総会屋）対策として、定時株主総会を各社が同じ日（集中日）に開催し、できるだけ短く、かつ波風を立てずに終了することが目的とされていた時代もあった。1997年に発行された『日経ビジネス』の調査によって、67%の経営者が利益供与の経験があると答えていることから（第894号、38-45頁）、1981（昭和56）年の商法改正によって特殊株主への利益供与が禁止された後も利益供与が続いていたことが分かる。東京証券取引所の調査⁴⁸によれば、集中日開催のピークであった1995年には、実に96.2%の企業が集中日に定時株主総会を開催していたという。さらに、取引銀行等の他の企業が企業の株式の多くの部分を有しているという株式持ち合い構造（相互保有構造）も定時株主総会の形骸化を促進していた。定時株主総会で議論をする必要のない安定株主が多ければ、経営者にとって、定時株主総会を活性化する意義やインセンティブが存在しないことは想像に難くない⁴⁹。

その状況が少しずつ変化しつつある。まず、バブル崩壊後の金融危機に伴い、企業と金融機関との株式持ち合いが解消の方向へと向かうことになった。その結果、各企業は持ち合い解消の受け皿となる安定株主の開拓をおこなう必要性に迫られた。東京証券取引所の「株式分布状況調査⁵⁰」によれば、1990年代後半から、「都銀・地銀等」が保有する割合が減少する一方で、「外国法人等」の持ち株割合が上昇の一途をたどっている。「個人・その他」についても同じ期間で微増となっている。持ち合い企業が多かったころは株主総会以外の場で説明をすればよかった（場合によっては説明の必要すらなかった）わけであるが、外国法人等、個人株主の増加によって、定時株主総会が、企業の経営者による経営方針に関して意思疎通をするための場としての機能を取り戻すことになった。特殊株主に対する規制の強化も、定時株主総会が本来の役割を取り戻そうとする傾向に拍車をかけている。

財団法人商事法務研究会が毎年発行している「株主総会白書⁵¹」によると、2007年・2008年ごろの株主総会の特徴として、「海外の投資ファンド等による株主提案権の行使や委任状勧誘の

⁴⁸ 定時株主総会集中率推移グラフ（3月期決算会社）

（<http://www.jpx.co.jp/listing/events/shareholders-mtg/tvdivq000000011x-att/b7gje60000007s5o.pdf>）、2015年5月3日閲覧。

⁴⁹ 株式持ち合いの状況の変化とその含意については、宮島・新田（2011）参照。

⁵⁰ 株式分布状況調査（<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>）、2015年5月3日閲覧。

⁵¹ 商事法務『旬刊商事法務』の臨時増刊号として11月末ごろに発行されている。

多発、国内外の機関投資家等による議案への厳格な行使や反対」が見られるようになり（2007年版, p. 3), その結果, きちんとした理由付けのできない買収防衛策の導入見合わせや廃止という, 経営者の不努力の温床となるような施策⁵²が中止される状況を招くことになった（2008年版, p. 3). さらに, 「一般株主による総会での発言も増加し・・・, 会社側は・・・丁寧に回答する（2007年度版, p. 3）」や, 「(株主からの) 発言のあった会社の数が増加するとともに, 複数の発言者がいた会社の数が増加する傾向にある（2007年度版, p. 104, カッコ内は筆者）」など, 株主と企業側の双方にとってメリットのある株主総会が実践されるようになったことがわかる.

2010年まで進むと, 「平均出席株主数が増加」したにもかかわらず, 「平均所要時間が短縮」するという現象が観察されるようになる（2010年度版, p. 10). その原因として, 「会社, 株主双方における説明と質問の仕方の向上が図られた」ことが指摘されており（同, p. 10), 本来的な株主総会の役割を十分に取り戻したと理解できる. さらに, 2014年の株主総会では社外取締役の選任議案が話題になった. 中川（2014）によれば, 社外取締役新規候補者の適正性や継続候補者の妥当性が, 独立性や取締役会への出席状況などからきちんと議論されるようになり, 議決権行使助言機関の台頭もあって, 取締役選任議案への最低賛成比率は58.7%にとどまったという（p. 68). この状況からも, 会社提案に対して, 内容を吟味せずに賛成する, いわば白紙委任がなされていた時代から, きちんとした議論がなされるような時代になったことがわかる. また, 形骸化の象徴の一つであった集中日開催率も38.7%（2014年）にまで下落している.

今後も, 株主総会が本来の機能を維持する傾向が続くと考えられる. 2014年2月には, 金融庁に設置された日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会が, 『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（以下, 「日本版スチュワードシップ・コード」という）を公表した. 日本版スチュワードシップ・コードは, 以下の7つの原則を掲げている⁵³.

1. 機関投資家は, スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し, これを公表すべきである.
2. 機関投資家は, スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について,

⁵² そもそも買収防衛策が企業価値を毀損するか否かについては必ずしも一致した結論が得られているわけではない. 一連の理論的研究と実証的研究については大越（2012）を参照.

⁵³ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>）, 2015年5月4日閲覧.

明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

このうち、株主総会と密接な関係を有する原則は、4. と5. である。企業と投資家が、真摯な対話を通じて、企業価値を高めるための方策を共同して検討するとともに、企業側のコミットメントに対する投資家からの承認行為として議決権行使が行われる。これにより、企業と投資家の目標が一致することになる。さらに、投資家の短期志向が強いことを批判し、企業と投資家との対話を推奨した提言である Kay レビュー⁵⁴へ応えることにもつながる。

統合報告を推進する立場からも日本版スチュワードシップ・コードは歓迎されている。IIRC の CEO である Paul Druckman 氏は、2014 年 9 月に開催されたシンポジウム「グローバル時代の企業価値リポーティング『統合報告～長期価値創造を実現する企業報告』」において、「日本は・・・統合報告の分野で、この3つの柱（筆者注：日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、経済産業省（2014）、のこと）をきっかけに、・・・先導する役割を果たすことが求められている」と発言⁵⁵し、企業が自社の価値創造プロセスを明らかにする手段と

⁵⁴ Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making (<https://www.gov.uk/government/consultations/the-kay-review-of-uk-equity-markets-and-long-term-decision-making>), 2015 年 5 月 3 日閲覧。

⁵⁵ 『会計・監査ジャーナル』第 26 巻, 第 12 号, 69 頁。

して統合報告を利用し、それを投資家が理解して対話することを通じて企業価値を高めることができる」と主張した。同じシンポジウムにおいて、日本公認会計士協会会長の森公高氏も、価値創造に関するレポートである統合報告の質を確保するのがマーケットであるとしたうえで、「その前提は投資家がスチュワードシップを果たし、企業と本質的なテーマにつきエンゲージメントを行い、株主行動、モニタリングを実施するというサイクルを回すことだ」と発言⁵⁶して、企業と投資家の協力の下での価値創造における統合報告の役割を指摘している。

久保田・大鹿（2004）では、株主総会における議決権行使のうち、役員（経営者）の選解任に関する議案に対する議決権行使が最も重要であると主張した。以降 10 年以上が経過したが、社外監査役・社外取締役の重要性が増すにつれて、株主総会における役員の選解任議案の持つ重要性も同様に増加している。また、中川（2014）が明らかにした、最低賛成比率の低い 4 議案のうち 3 議案が役員選任（取締役選任、監査役選任、補欠監査役選任）議案であったことも、株主総会において、役員選任議案を投資家が重要視していることの証左であろう。

さらに、日本版スチュワードシップ・コードでも採用された、**comply or explain**、すなわち規定を遵守するか、遵守しないのであればその理由を説明すべし、という原則も、株主総会における対話を促すことにつながるであろう。この点において、活性化した（本来の機能を取り戻した）株主総会においては、相応の時間が必要であると考えられる。次節では、株主総会の所要時間を中心に、その現状を確認したい。

4.2 株主総会の現状

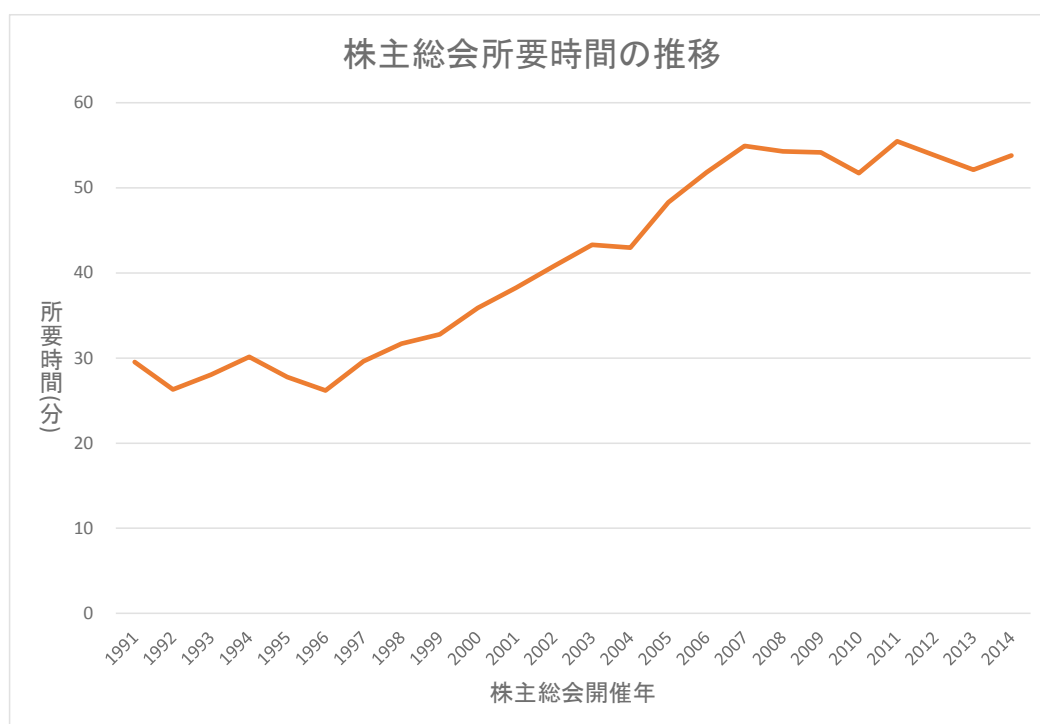
前節において株主総会の重要性を明らかにした。その一方、わが国では、特殊株主対策を主たる理由として、形骸化した株主総会がむしろもてはやされた時代もあった。本節では、定時株主総会の所要時間、質問数、および出席者数の変遷を辿ることで、わが国における定時株主総会の役割が、1991 年から 2014 年までの 24 年間（ただし、2014 年は 11 月末日までに開催された株主総会のみを集計）でどのように変わって来たのかを検討したい。なお、本節以降における株主総会所要時間等のデータは、商事法務『資料版商事法務』から抽出したものである。

図表 4-1 は株主総会所要時間（全社平均）の推移をグラフにしたものである。これを見ると、1990 年代末ごろから 10 年ほどかけて所要時間が延び続け、30 分弱であった平均所要時間が 60 分弱へと推移したことが分かる。所要時間が延び始めた時期は、株式持ち合いの解消が始まった

⁵⁶ 同上、75 頁。

時期とも符合するし、特殊株主の出席者数の減少の流れとも一致する⁵⁷。

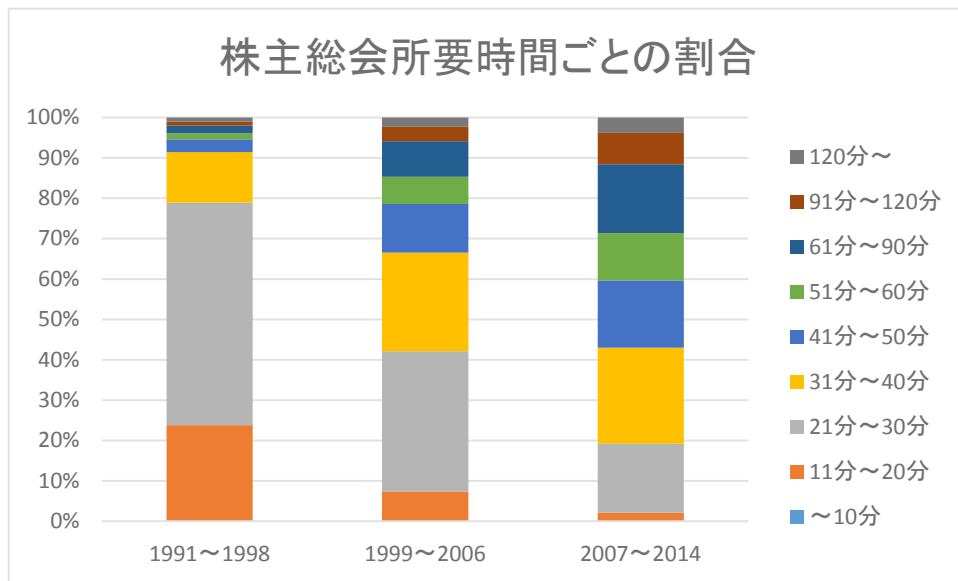
図表 4-1 株主総会所要時間（全社平均）の推移



出典：『資料版商事法務』のデータを基に筆者作成

⁵⁷ 警察庁暴力団対策課広報資料（2004年6月24日付）によれば、1994年に開催された株主総会に出席した総会屋の人数が1,052人であったのに対し、2003年に開催された株主総会では195人の出席にまで減少している。同じ期間における長時間化が観察された株主総会（ここでは、当該企業が1991年から2001年までに開催した株主総会所要時間の平均の1.5倍より長く、かつ所要時間が30分以上であった株主総会を長時間化として定義している）の数は、13件から276件へと増加している。

図表 4-2 株主総会所要時間ごとの割合

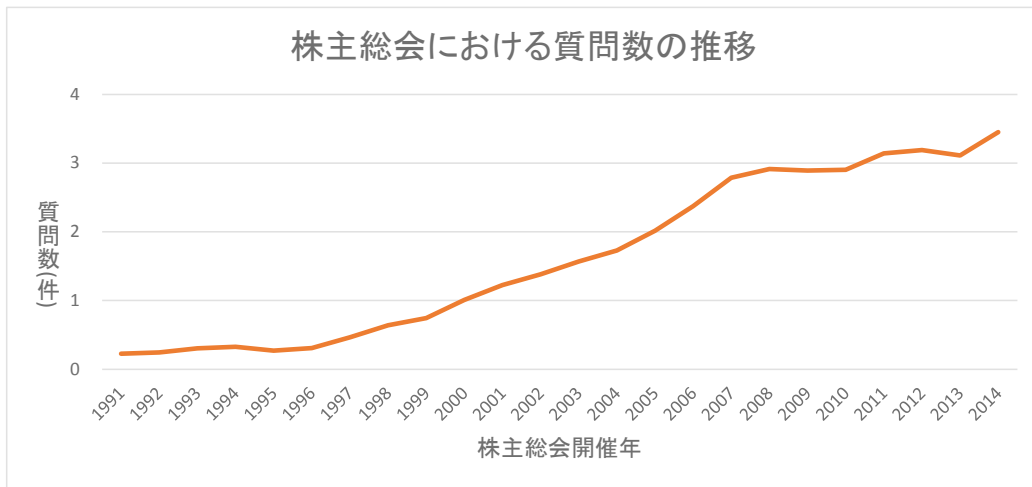


出典：『資料版商事法務』のデータを基に筆者作成

平均だけでなく、それぞれの所要時間の割合について観察しても同様の傾向が見て取れる。図表 4-2 は所要時間ごとの割合の推移である。見やすさのため、同様の傾向を有する 8 年ごとにまとめて表示している。これを見ると、1991～1998 年においては主流（55.2%）であった 21 分～30 分という株主総会は、2007～2014 年においては 17.1%にまで減少している。その代わりに、31 分～40 分という株主総会は、1991～1998 年の 12.5%から 2007～2014 年の 23.8%へとほぼ倍増している。さらに、1 時間を超える総会については、3.8%であった 1991～1998 年と比べると、2007～2014 年には 28.6%へと激増し、「稀なケース」から「よくあるケース」へと変化を遂げたことがわかる。

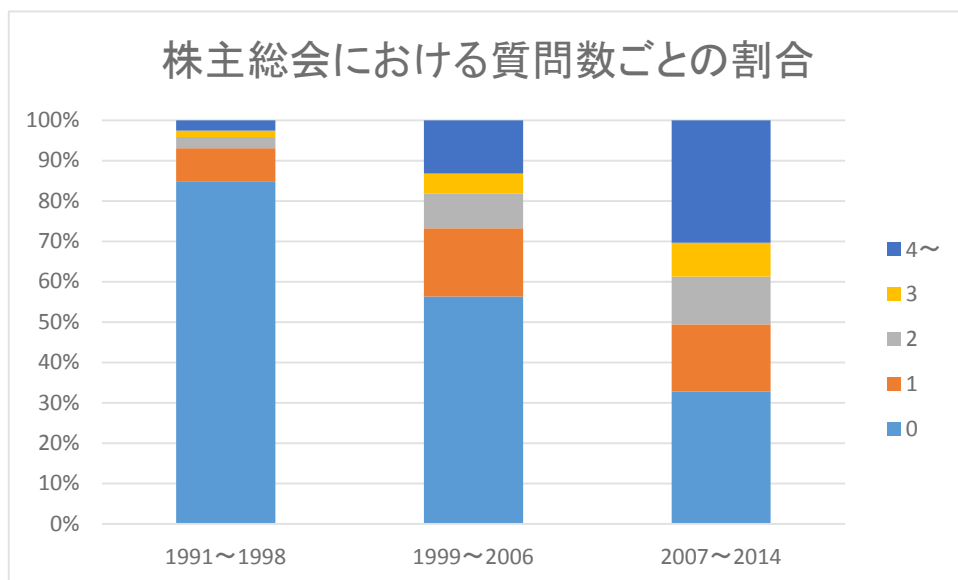
もちろん、所要時間の増加のみを以て定時株主総会における意思疎通が活発になったと判断することに対しては異論もあるだろう。問題は、株主総会の場で、経営者（企業）と投資家との間の実り多い対話がなされているかどうかである。そこで、株主総会で発せられた質問数の推移を見てみたい。

図表 4-3 株主総会における質問数（全社平均）の推移



出典：『資料版商事法務』のデータを基に筆者作成

図表 4-4 株主総会における質問数ごとの割合



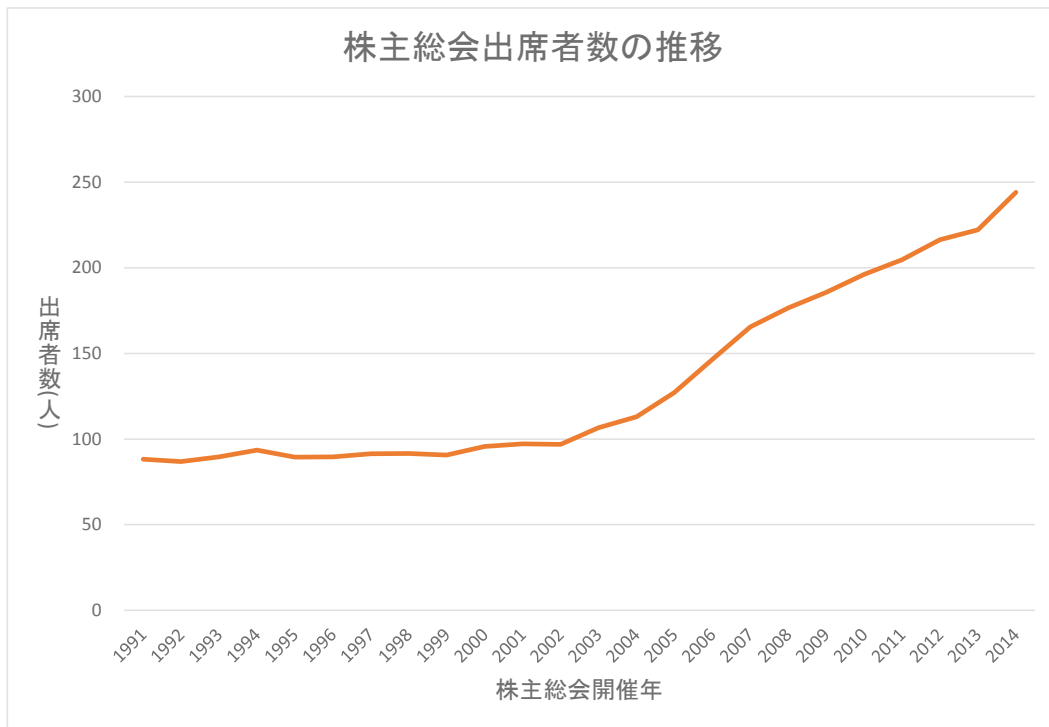
出典：『資料版商事法務』のデータを基に筆者作成

図表 4-3 は図表 4-1 と同様の推移を質問数について表したものである。元々の質問数自体が多いわけではないのでドラスティックな変化が見られるわけではないが、それでもほぼ単調に増加を続けていることが見て取れる。図表 4-4 を見ると、20 年前には 8 割を超える企業の株主総会において質問がまったく発せられていなかったことが分かる。近年においても質問の出ない株主総会が約 3 割残っているものの、4 問以上質問の出された株主総会の割合は、1991～1998 年の 2.6%から、2007～2014 年の 30.3%にまで増えていることが分かる。したがって、所要時間の増加という現象は、「対話」の増加に因るところが大きい⁵⁸。出席者数についてグラフ化した図表 4-5 でも同様の傾向が見られる⁵⁹。

⁵⁸ 所要時間を被説明変数、質問数を説明変数とする単回帰分析（所要時間＝ $\alpha + \beta \times$ 質問数）もおこなっている。株主総会が、経営者による説明と質疑応答のみから構成される、という単純な仮定を置けば、 α が経営者による説明部分の所要時間の平均値、 $\beta \times$ 質問数が質疑応答の所要時間の平均値を示すことになる。図表 4-2 や図表 4-4 と同じ 8 年ごとに分けて分析したところ、最初の 8 年間（1991～1998 年）と最後の 8 年間（2007～2014 年）とでは、説明部分の所要時間も質疑応答部分の所要時間も延びていることが観察された。

⁵⁹ 出席者数については、そもそもの株主数や、その背景にある企業規模によっても左右されるため、株主数に占める出席者数、すなわち出席者数割合についても観察し、同様の傾向が見られることを確認している。したがって、図表 4-5 に示された現状が、大規模企業の影響を強く受けているわけではない。

図表 4-5 株主総会出席者数（全社平均）の推移



出典：『資料版商事法務』のデータを基に筆者作成

このように、株主総会に期待される役割は、時代とともに大きく変化してきたことがわかる。1990年代終わりまでは、強固な株式持ち合いを背景に、そもそも互いの信頼関係（または無干渉）によって経営方針等の説明をする必要がなかつただろうし、仮にその必要があつたとしても、株主総会という場を利用する理由はなかつた。さらに、特殊株主の存在もあつて、企業が株主総会を長時間化させるインセンティブはまったく存在しなかつた。むしろ、株主総会が長時間化するという事は、特殊株主のコントロールに失敗したことを意味するので、ネガティブにとらえられることすらあつた時代と言える。

その後、1990年代終わりから2000年代前半にかけて、株主総会の様子に変化が生じる。外国人株主の増加によって、株主総会という最も公式な場での経営方針の説明が行われることが要請されるようになり、特殊株主対策の強化がそれを促進した。結果として、年を追うごとに、株主総会の所要時間の平均が延び、また質問数や出席株主数の増加をもたらした。また、単純な平均だけではなく、所要時間および質問数ごとの企業数の分布という点から観察しても、所要時間の

短い企業や質問数の少ない企業が減ったことがわかる。

2000年代後半以降は、ほぼすべての企業において株主総会の役割が再構築された。1990年代では過半数の企業がしめていた「30分以下」の株主総会は20%以下にまで減少した。株主も企業も慣れてきたことから、所要時間や質問数の増加には歯止めがかかったが、今なお出席者数の増加は続いている。

次章以降では、このような株主総会における経営者の姿勢の変化が企業業績や業績予想にどのような変化をもたらしたか、また、株式投資家が経営者の姿勢の変化に対してどのような反応を見せているかについて実証的に検証する。

第5章 定時株主総会活性化企業の特徴と活性化後の収益性

—1990年代の定時株主総会に関する分析—

前章では、定時株主総会の役割と実態がどのように変化してきたか、という点を検討した。その結果、1990年代における定時株主総会は、所要時間、質問数、出席者数という定量的なデータから判断する限り、経営者と株主との意思疎通の場、という本来果たすべき役割をほとんど果たしてこなかったことが明らかとなった。その一方で、そのような時代においても、所要時間が長い株主総会が開催されていたこともまた事実である。

本章では、長時間総会が観察された企業の特徴と、長時間総会の翌年における株主総会の特徴、さらに長時間総会が観察された企業の収益性について分析する。ほとんどの企業の株主総会が形骸化していた時期の分析をおこなうことで、長時間の株主総会を開催していた企業の特徴が、より鮮明になるものと考えられる。また、次章以降において分析対象とする分析期間とは異なる期間のデータを用いることで、所要時間、質問数、出席者数という変数が、定時株主総会の特徴を捉える代理変数として機能することの頑健性を確認することにもつながる。

なお、分析対象期間である1990年代は、特殊株主（いわゆる総会屋）の影響力が強かった時期でもあり、株主総会の長時間化が、特殊株主による妨害に起因する可能性もある。株主総会長時間化の背景が、特殊株主の妨害ではなく、経営者が株主と意思疎通しようとする姿勢の発現にあることを確認しなければ、定時株主総会の所要時間という変数を、経営者の姿勢の代理変数として用いることの妥当性が失われてしまうため、長時間総会の観察された企業における特徴（長時間総会の翌年における株主総会の特徴や収益性）を分析する。

5.1 1990年代において長時間総会を開催した企業の特徴

本節では、1990年代（1991年～2000年）に開催された株主総会を対象に、活性化した株主総会が観察された企業の特徴を明らかにする。前章でみたとおり、本節での分析対象である1990年代は株主総会の低迷期である。最後の数年間を除き、従来の株式持ち合いは続いていし、特殊株主の影響力もまだ排除しきれていない時期であった。結果として、平均所要時間は30分を下回り、過半数の企業では質問が寄せられない株主総会が続いていた。その一方で、すべての企業がそのような状況であったというわけではなく、約4割の企業の開催する株主総会では所要時間が40分を超えていし、特定の年度に限って観察した場合には活性化した株主総会が開催

された企業も存在した。そこで、以下の条件を満たす各企業の株主総会を「長時間総会」と定義し、長時間総会が観察される企業・年度の特徴を探っていきたい。

[長時間総会の判定方法]

- ① 各企業について、1991年～2000年に開催された定時株主総会の所要時間の平均を計算する(ただし、所要時間のデータが7年以上入手できない場合には分析対象から除外する)
- ② ①で計算された平均時間の1.5倍以上、かつ所要時間が30分以上であった株主総会を年度ごとに抽出する⁶⁰

繰り返すように、当時の株主総会では、特殊株主の影響を完全に排除することができていなかった。特殊株主の目的は、利益供与と引き換えに、(都合の悪い質問の排除や、会社側提案に大声で賛意を示すことなどを通じて)「円滑に」総会を進行することにあるわけであるが、意に沿う形での利益供与がなされなければ、自らの影響力を誇示するために進行を妨げるため、この場合には、特殊株主の影響が強い株主総会の所要時間は長くなってしまう。

一方、今日的な意味でいう「正常な」形での株主総会、すなわち経営者が株主と意思疎通を図ろうとする株主総会が開催される場合にも株主総会の所要時間は長くなる。この場合は、株主が経営者の行動に疑問を感じていると株主総会の所要時間が長時間化する可能性が高くなる。たとえば、業績が悪化した場合、株価が低迷している場合、などである。また、前節でみたとおり、株主構成の変化が生じた場合、特に、相互保有(株式持ち合い)の株主が減少して外国人株主が増えた場合にも、株主総会が長時間化する可能性が高まると考えられる。

そこで、1991年～2000年に開催された定時株主総会を対象に、企業業績、株価リターン、株主構成などが長時間総会を引き起こすか否かを、Probitモデルを利用して検証した。なお、企業規模、集中日開催、上場部をコントロールしている。分析対象としたモデルは以下の(5-1)式である。

⁶⁰ 30分という閾値は分析対象期間における全企業の株主総会平均所要時間を意識して設定している。一方、平均時間の1.5倍という閾値は完全に恣意的に設定している。そのため、30分という閾値を45分と60分に、1.5倍という閾値を2倍に、それぞれ変更した分析も行っている。その場合でも、サンプル数の減少による統計的有意性の変化はある(場合によっては統計的有意性が見られなくなる場合もある)ものの、本章での議論に大きな影響はない。

$$\begin{aligned}
\text{長時間総会ダミー} = & \alpha + \beta_1 \text{総資産 (対数変換後)} + \beta_2 \text{ROA} \\
& + \beta_3 \text{損失ダミー} + \beta_4 \text{株価リターン} \\
& + \beta_5 \text{外国人持株比率} + \beta_6 \text{金融機関持株比率} \\
& + \beta_7 \text{集中日ダミー} + \beta_8 \text{上場部ダミー} + \varepsilon
\end{aligned} \tag{5-1}$$

また、企業業績の影響のみを観察するため、総資産、ROA および損失ダミーのみを説明変数としたシンプルなモデルも分析した。

定時株主総会の所要時間、出席者数等のデータは、「資料版商事法務」から手作業で抽出した。財務データおよび株価データについては PACAP データベースを用いている。

図表 5-1 は Probit 分析の結果を示している。この結果からは、企業規模が大きく、ROA が低い場合、特に損失を計上した場合に株主総会が長時間化する傾向が見て取れる。この結果は、株主総会の長時間化が、自らに利益供与がなされなかったことに対して不満を持つ特殊株主によって生じたものとするよりは、業績や株価の向上に興味を持つ株主によって引き起こされたと考えることが妥当であることを示唆している。さらに、集中日に開催することが長時間化の妨げになっていることもわかる。これは、その後の開催日分散化の促進が株主総会の活性化に寄与する可能性が高いことを示している。

図表 5-1 長時間総会が観察された企業に関する Probit 分析の結果

	長時間総会	長時間総会
切片	-3.14 (-5.47)	-3.15 (-9.12)
総資産	0.09 (2.39)	0.09 (3.44)
ROA	-1.59 (-5.17)	-1.58 (-3.81)
損失ダミー	0.08 (1.27)	0.18 (3.15)
株価リターン	-0.29 (-1.46)	
外国人持株比率	0.39 (1.30)	
金融機関持株比率	-0.09 (-0.23)	
集中日ダミー	-0.38 (-1.89)	
上場部ダミー	-0.06 (-0.79)	
Pseudo-R ²	6.37	1.68
N	9,420	9,420

※ 長時間総会ダミーを被説明変数としたProbit分析の結果である。

※ カッコ内にはZ値を示している。

※ 各変数の意味は以下のとおり。長時間総会ダミーは、その企業の1991年～2000年における株主総会の平均所要時間の1.5倍より長く、かつ30分以上である場合に1をとるダミー変数である。総資産は資産合計の値を自然対数で変換している。ROAは当期純利益を資産合計で除した値である。損失ダミーは当期純利益が負である場合に1をとるダミー変数である。株価リターンは株主総会開催月までの12か月間における株価リターンを計算している。外国人持株比率と金融機関持株比率は、それぞれの保有株式数を発行済み株式総数で除した値である。集中日ダミーは株主総会が集中日に開催された場合に1をとるダミー変数である。上場部ダミーは東証一部上場企業である場合に1をとるダミー変数である。このほかに年度ダミーを加えているが、係数は省略している。

5.2 長時間総会後の収益性

次に、長時間総会を開催した企業について、長時間総会後の収益性を検証する。先行研究においては、株主によるモニタリング機能が、企業の収益性改善に寄与するか、という問いに対しては懐疑的な結果が多い。Wahal (1996)は、米国企業の年金基金による株主行動の帰結を分析した。その結果、年金基金によって標的とされた企業において、標的とされた時点での異常リターンが観察されるものの、長期的には業績が改善しないことを確認した。Smith (1996)も、カリフォルニア州公務員退職年金基金 (The California Public Employees' Retirement System: CalPERS) に標的とされた企業について、業績が改善しなかったとの結論を得ている。一方、Prevost and Rao (2000)は、二度以上にわたって標的とされた企業が、株式市場から否定的な評価を受けていることを示している。わが国においては、西崎・倉澤 (2003) による分析が、外部の大口株主は当該企業の企業価値に正の影響を与えるが、個人株主は負の影響を与えることを示唆する結果を提示しており、少なくとも当時の状況としては、株主行動が企業価値向上に役立つとの確固たる認識があったとは言い難いことがわかる。ただし、これらの先行研究は株主総会とは異なる文脈のもとでの分析であり、株主総会活性化後の特徴に関する分析においては異なる結果が観察される可能性もある。本節では、株主総会活性化の特徴について、活性化以降の株主総会の様子、および活性化以降の収益性、という二つの視点から分析する。

ここでは、Maddala (1983)にしたがい、2段階回帰を用いて分析をおこなう。これは、たとえば、ある年(1年目)の「長時間総会」の翌年(2年目)に株主総会のさらなる長時間化が観察されたとしても、それが、1年目の長時間総会を引き起こした業績悪化の影響によるものなのか、長時間総会そのものによる経営者や株主の意識変化の影響によるものなのかを明らかにするためである。別の言い方をすれば、2年目の株主総会の所要時間に影響を与えるであろう変数のうち、1年目の長時間総会をもたらしたと思われる変数をコントロールすることで、長時間総会の、いわばピュアな影響を抽出する。

まず、第一段階として、前節で行った Probit 分析と同様の分析をおこなうことで、長時間総会が生じる確率を求める。次に、第二段階として、 t 年度の株主総会が長時間総会であったか否かを示すダミー変数を説明変数として、 $t+1$ 年度の株主総会の特徴や収益性に対する説明力を検証する。その際、第一段階で求められた逆ミルズ比 (inverse Mill's ratio) をコントロール変数に加えることで、長時間総会をもたらす、その他の要因をコントロールする。さらに、前節の分析において用いたコントロール変数を引き続きコントロール変数として用いたモデルを検証する。したがって、株主総会の特徴の変化を検証するための分析モデルは以下の (5-2) 式となる。

$$\begin{aligned}
\Delta \text{株主総会の特徴} = & \alpha + \beta_1 \text{長時間総会ダミー} + \beta_2 \Delta \text{株式時価総額} \\
& + \beta_3 \Delta \text{ROA} + \beta_4 \Delta \text{損失ダミー} + \beta_5 \Delta \text{株価リターン} \\
& + \beta_6 \Delta \text{株式数} + \beta_7 \Delta \text{総資産} \\
& + \beta_8 \text{逆ミルズ比} + \varepsilon
\end{aligned} \tag{5-2}$$

個別企業レベルでのコントロール変数設定を行う代わりに、業種ダミーと時系列トレンド項を加える (5-3) 式の検証もおこなう。

$$\begin{aligned}
\Delta \text{株主総会の特徴} = & \alpha + \beta_1 \text{長時間総会ダミー} + \beta_2 \text{時系列トレンド} \\
& + \beta_3 \text{逆ミルズ比} + \varepsilon
\end{aligned} \tag{5-3}$$

ここでは、いずれも β_1 に対する回帰係数が主たる観察対象となる。なお、株主総会の特徴としては、所要時間のほか、出席者数、出席者数割合（出席者数を株主総数で除した値）、質問数、集中日開催ダミーの 5 つについて検証する。

収益性の変化についても同様に検証する。収益性の変化に関する分析モデルは以下の (5-4) 式および (5-5) 式のとおりである。

$$\begin{aligned}
\Delta \text{収益性} = & \alpha + \beta_1 \text{長時間総会ダミー} + \beta_2 \Delta \text{株式時価総額} \\
& + \beta_3 \Delta \text{株式数} + \beta_4 \Delta \text{総資産} \\
& + \beta_5 \text{逆ミルズ比} + \varepsilon
\end{aligned} \tag{5-4}$$

$$\begin{aligned}
\Delta \text{収益性} = & \alpha + \beta_1 \text{長時間総会ダミー} + \beta_2 \text{時系列トレンド} \\
& + \beta_3 \text{逆ミルズ比} + \varepsilon
\end{aligned} \tag{5-5}$$

分析結果を図表 5-2 に示している。個別企業に関する変数を用いてコントロールした場合（パネルA）も、業種ダミーと時系列トレンドを用いてコントロールした場合（パネルB）もほぼ同様の結果を示している。分析の結果、一部で統計的に有意でない結果が見られるものの、長時間総会がたびたび生じると、その翌年の株主総会においては、出席者数、出席者数割合、および質問数が増加する。かつ、所要時間がさらに長くなり、集中日に開催される可能性が低くなる、とい

う状況が観察されることが分かった⁶¹。また、収益性の変化に関する分析結果を図表 5-3 に示している。分析の結果、長時間総会が観察された企業では、その翌年の収益性が改善することが観察された。

これらの分析結果からは、株主総会の所要時間、出席者数（割合）、質問数という、次章以降で、経営者が株主と意思疎通しようとする姿勢の代理変数が、代理変数として機能し得ること、また相互に類似の指標であることを示唆している。また、ある年に長時間総会が観察された企業が、翌年に集中日開催をおこなわなくなる傾向があるという分析結果は、最初の年の長時間総会が、特殊株主の妨害によるものではなく（その場合は、むしろ翌年に集中日開催を目指すはずである）、経営者の意思によるものであるという仮説と整合的である。さらに、収益性の改善という分析結果が観察されたことも、最初の年の長時間総会が経営者の意思に基づく変化である（特殊株主が自らへの利益供与にのみ関心を有していることを前提とすれば、企業の収益性に関する要求はしないと考えられる）という推察を支持している。

⁶¹ なお、翌年も長時間総会であるために所要時間が長い状況が観察される、という状況を避けるため、2年連続して長時間総会が観察される場合には分析から除外している。

図表 5-2 長時間総会以降の株主総会の特徴

パネルA 個別企業の変数によりコントロールした分析

	△出席者数	△出席者数割合	△質問数	△所要時間	△集中日開催 ダミー
切片	-0.53 (-0.78)	-0.04 (-3.83)	0.05 (2.76)	1.31 (5.16)	0.00 (0.10)
長時間総会ダミー	115.79 (4.32)	1.14 (2.81)	2.63 (3.45)	25.64 (2.40)	-0.32 (-2.30)
△株式時価総額	3.18 (3.37)	0.12 (8.94)	-0.01 (-0.45)	1.09 (3.10)	0.01 (1.37)
△ROA	-13.51 (-1.95)	-0.13 (-1.30)	-0.04 (-0.20)	2.32 (0.89)	-0.11 (-3.22)
△損失ダミー	1.28 (1.41)	0.01 (1.02)	0.05 (1.83)	1.81 (5.36)	-0.01 (-2.54)
△株価リターン	-2.11 (-3.09)	-0.06 (-6.60)	-0.02 (-1.04)	-1.81 (-7.12)	-0.01 (-3.13)
△株式数	0.64 (2.01)	-0.09 (-19.50)	0.01 (0.60)	-0.02 (-0.17)	0.00 (-2.80)
△総資産	3.08 (0.88)	-0.10 (-2.10)	0.06 (0.58)	-2.55 (-1.99)	0.01 (0.44)
逆ミルズ比	-41.62 (-3.86)	-0.41 (-2.58)	-1.06 (-3.45)	-10.58 (-2.46)	0.12 (2.19)
N	9,416	9,415	9,420	9,420	9,420

パネルB 業種ダミーと時系列トレンドによりコントロールした分析

	△出席者数	△出席者数割合	△質問数	△所要時間	△集中日開催 ダミー
切片	-4.04 (-0.33)	-0.31 (-1.75)	0.53 (1.53)	2.94 (0.66)	0.05 (0.86)
長時間総会ダミー	113.28 (4.09)	1.00 (2.40)	2.26 (2.94)	7.80 (0.69)	-0.26 (-1.88)
時系列トレンド	-0.10 (-0.64)	-0.01 (-2.63)	0.03 (7.85)	0.60 (10.43)	-0.01 (-11.35)
逆ミルズ比	-40.76 (-3.67)	-0.37 (-2.18)	-0.92 (-2.98)	-3.67 (-0.80)	0.10 (1.83)
N	9,416	9,415	9,420	9,420	9,420

※ カッコ内にはZ値を示している。

※ 各変数の意味は以下のとおり。長時間総会ダミーは、その企業の1991年～2000年における株主総会の平均所要時間の1.5倍より長く、かつ30分以上である場合に1をとるダミー変数である。時系列トレンドは分析対象期間における各変数の変化を計算している。逆ミルズ比は第一段階の回帰分析(詳細は本文参照)において計算された値である。

※ △出席者数割合に対する係数は見やすさのために100倍して表示している。

※ 業種ダミーに対する係数は省略している。

図表 5-3 長時間総会以降の収益性

	Δ ROA	Δ ROA
切片	-0.52 (-4.59)	-0.77 (-0.39)
長時間総会ダミー	19.59 (4.54)	9.39 (1.97)
時系列トレンド		-0.02 (-0.66)
Δ 株式時価総額	1.45 (11.72)	
Δ 株式数	0.03 (0.48)	
Δ 総資産	-0.03 (-5.27)	
逆ミルズ比	-8.02 (-4.62)	-3.88 (-2.02)
N	9,420	9,420

※ カッコ内にはZ値を示している。
 ※ すべての回帰係数は見やすさのために100倍して表示している。
 ※ 業種ダミーに対する係数は省略している。

5.3 本章のまとめと今後の課題

本章では、全体として株主総会が形骸化していた 1990 年代を対象に、その中でも長時間の株主総会を開催していた企業の特徴を分析した。分析の結果、規模が大きく、業績が悪い企業において長時間の株主総会となる傾向が観察されることがわかった。さらに、長時間の株主総会が観察された企業では、その翌年の収益性が改善することを確認した。

この結果は、これらの企業において株主による「規律付け」が機能していたことを意味するとも考えられる。ただし、株主による規律付けは、企業側が強い拒否を示す場合には機能しない。株主総会においては、議長である企業側が株主の発言をある程度制限する権利を有しているし、株主からの質問に対して真摯に回答しないことも可能である。株主側からしても、そのような企業に対して、さらに強い規律付けをおこなうよりは、別の企業への投資をおこなうという選択をするほうが容易である。したがって、本章で観察された現象は、規律付けというよりはむしろ、経営者が株主と意思疎通を図ろうとした帰結だろうと考えるほうが自然であろう。その意味において、第 4 章で論じた日本版スチュワードシップ・コードの目指す状況が、少なくとも一部の企

業では 1990 年代から存在していたことを示唆する分析結果だと考える。ある年に長時間の株主総会が観察された企業において、その翌年の株主総会の所要時間が長いことも、特殊株主の影響ではなく経営者の意思によって長時間化していることを意味している。

さらに、所要時間の長い株主総会が観察された翌年の株主総会において、所要時間が長いこと、出席者数（割合）が多いこと、および質問数が多いことが確認されたことは、これらの指標が、いずれも株主総会における、株主との意思疎通に向けた経営者の姿勢の代理変数として機能する可能性を示唆している。次章以降では、2000 年代のデータを用いて、定時株主総会の活性化（所要時間が長く、出席者数（割合）が多く、質問数が多い株主総会）が観察された企業における、業績予想の精度の高低、会計的報告利益管理の多寡、および業績予想に対する株式市場の反応などを検証する。

なお、本章における分析の限界として、実証分析によって観察された関係性が、そのまま因果関係を示しているわけではないことを確認しておきたい。たとえば、収益性の低い企業、特に損失を計上した企業における株主総会が長時間におよぶという分析結果（図表 5-1）について、将来の中長期的な発展のために短期的な業績が悪いことを株主に真摯に説明しようとする経営者の姿勢の発現と解釈しているが、自らの不努力の言い訳をしている結果かもしれない。また、その翌年に収益性の改善が観察されたことも、景気変動その他の外部要因による改善である可能性は否定できないし、経営者の（強制的な）交代の影響であるかもしれない。今後、代替的な解釈の可能性について、より精緻な分析が必要だと考える。

第6章 定時株主総会の活性化と業績予想の精度

前章では、1990年代における定時株主総会を対象に、長時間におよぶ定時株主総会が、経営者が株主と意思疎通（丁寧な説明と真摯な質疑応答）を図ろうとしたことに起因するものにとらえ、長時間総会が観察された企業の特徴、長時間総会以後の株主総会の特徴や収益性の変化について検証した。近年要請されるようになった、投資家と企業との対話、という観点から考えると、株主総会の長時間化は、投資家と企業（経営者）との意思疎通の結果といえる⁶²。本章においても引き続き、経営者が株主に対して真摯に経営方針を説明しようとする行動の帰結として株主総会が長時間化すると考える。この場合、そのような経営者の姿勢は、それ以外の情報開示としても発現することが予想される。そこで、経営者が公表する業績予想の精度が、株主総会の長時間化の前後でどのように変化するのか、また株主総会の長時間化が観察された企業とそれ以外の企業との間でどのように異なるのか、について検証する。ただし、業績予想の精度（予想値と実績値との乖離の程度）は実際利益を裁量的に管理することから高めることも可能であるので、次章においては、本章で確認される業績予想の精度の高さが、実際利益の裁量的管理から生じたわけではないことについて確認する。

6.1 経営者による業績予想の開示

第4章で見たように、1990年代末が近づくと、株主総会の活性化（所要時間の長時間化、出席者数の増加、質問数の増加）が観察されるようになる。この背景として、株式持ち合い構造の解消と、昭和56年の商法改正において株主への利益供与が禁止されたことに伴う特殊株主（いわゆる総会屋）の排除が進んだことを挙げた。もし企業が、株主との意思疎通の場、すなわち経営方針等の説明をおこなう情報開示や質疑応答の場としての株主総会の意義を認め、活用しようとするのであれば、様々な障害が取り除かれるに従い、株主総会の本来の機能を取り戻そうとす

⁶² たとえば、株式会社東京スタイルの事例を確認すると、株主総会の活性化が投資家と企業の相互協力がなければなし得ないことがわかる。同社は2002年の定時株主総会において、配当の増額や自社株式の購入という株主還元策について投資ファンドから株主提案が提出された結果、同年の株主総会は6時間を超え、株主総会の活性化が観察されたように見えた。しかし、同社は翌年の株主総会までに安定株主の獲得に奔走し、2003年の株主総会は短時間のうちに終了した。その際、議場からの質問を受け付けずに採決をおこなった議案について、当該投資ファンドがそれら決議の取り消しを求める訴えを提起し、東京地裁は「不適切ないし不公正」との判断を下した（決議の取消請求自体は棄却）。このことから、株主側からの働きかけがあったとしても、企業側が株主総会の活性化を阻止できる可能性のあることが分かる。

ることは想定どおりである。実際のデータも、この想定と一貫した特徴を示している。

このような企業の意識は、株主総会のみにおいて発現される必要はなく、その他の情報開示チャンネルにおいても何らかの変化が見られると考えるのは自然である。たとえば、企業の Web ページを通じた情報提供は、投資家による企業情報へのアクセスを容易にするだろう。また、インターネットによる株主総会の中継や携帯電話等を用いた電子的な議決権行使の仕組みも、株主総会の活性化に向けた企業の取り組みと言える。ここでは、直接的に投資意思決定に影響を及ぼすと考えられる業績予想を取り上げ、株主総会の活性化が見られた企業において、業績予想の精度（予想値と実績値との乖離の程度）が向上しているか（乖離の程度が縮小しているか）を分析する。

投資家の目的は自らの投資収益（正確にはその投資収益から得られる効用）を最大化することである。同じ投資収益を獲得するためであれば、そこに要するコストは小さいほうが望ましい。投資家にとっての企業価値が、投資時点のストックと将来のフローによって定まることを前提とすれば、企業の将来に関する情報が投資意思決定において重要な役割を演じる。様々な情報のうち、経営者が公表する業績予想数値は、企業の将来に関する直接の情報源として機能する。上場企業の経営者が公表する業績予想は、証券取引所の「有価証券上場規程」に基づいて公表される（2015年5月5日現在）。同規程には、「当該上場会社の属する企業集団の売上高、営業利益、経常利益又は純利益について、公表がされた直近の予想値・・・に比較して・・・差異が生じた場合」に直ちに開示することを求めている（第405条第1項）。業績予想によって公表される、売上高・営業利益・経常利益・純利益という情報は将来予測における重要項目であるから、より簡素な方法によって投資判断のための情報を得ようとする投資家にとって、その正確性（精度）は非常に大きな意味を持つ。逆に、あまりに実態とかけ離れた業績予想を繰り返し公表する企業に対して、投資家がネガティブなイメージを持つであろうことは想像に難くない⁶³。それによって株価が企業価値を適正に反映しなくなれば、敵対的企業買収の脅威を増加させることにもつながる。したがって、投資家との積極的な意思疎通を図ろうとする経営者が、より精度の高い業績予想を公表するであろうことは十分に納得できよう。

個別の企業に関する分析を行う前に、全体的な状況を検証する。まず、東京証券取引所第一部および第二部に上場する企業（ただし、銀行・証券・保険・その他金融を除く）のうち、3月末日を決算日とし、分析に必要なデータが入手可能であった企業を対象に、業績予想の精度の時系

⁶³ 弥永（2001）は平均的な投資家の投資判断がイメージによって左右される可能性の高いことを指摘している。

列変化を観察する。ここでの分析対象は1994年から2004年までであり、分析対象とする業績値は、その期間に公表されていた売上高、経常利益、および当期利益である。それぞれについて単独決算と連結決算の両方について分析をおこなう。前述のように、業績予想は、その予想値に差異が生じる都度公表されるため、ここでは、前年度の決算短信とともに公表された予想値の精度を求めた。財務データおよび業績予想データは日経NEEDS-FinancialQUESTから入手した。分析対象サンプル数は、単独決算については17,044社・年、連結決算については13,361社・年である。各年の分析対象サンプル数は図表6-1のとおりである。

図表 6-1 分析対象サンプル数

年度	単独決算	連結決算
1994	1,337	627
1995	1,399	874
1996	1,447	1,035
1997	1,492	1,085
1998	1,533	1,133
1999	1,565	1,181
2000	1,598	1,309
2001	1,634	1,487
2002	1,645	1,502
2003	1,675	1,531
2004	1,719	1,597
合計	17,044	13,361

これらのサンプルを対象に、各業績予想値 (x_t^f) と実績値 (x_t^r) との乖離 ($DIFF_t$) を以下の(6-1)式のように計算した。先行研究にしたがい、乖離を総資産 ($ASSET_t$) でデフレートすることで規模の調整をおこなう。

$$DIFF_t = \frac{x_t^f - x_t^r}{ASSET_t} \quad (6-1)$$

それぞれの企業が将来業績を合理的に予想し、その期待値を公表するのであれば、予想値と実績値との乖離は平均をゼロとする t 分布にしたがうはずである。しかし、実際には経済全体の景気の影響を受けるであろう。とりわけ、年度途中、すなわち予想値の公表後に予期せぬ景気の変化が生じた場合には、その影響を強く受け、市場全体として予想値と実績値との乖離が大きくなると考えられる。図表 6-2 は (6-1) 式で算出された乖離の大きさ（全企業の平均値）を示している。また、その年度に発生した景気変動を観察するため、各業績の実績値の対前年比 ($x_t^r - x_{t-1}^r$) を図表 6-3 に示している。

図表 6-2 業績予想値と実績値との乖離 ($DIFF_t$) の平均

年度	単独決算			連結決算		
	売上高	経常利益	当期利益	売上高	経常利益	当期利益
1995	1.00%	0.10%	0.16%	0.43%	0.14%	0.30%
1996	0.79%	0.00%	0.05%	-0.16%	-0.06%	0.06%
1997	-1.11%	-0.03%	0.10%	-2.29%	-0.11%	0.11%
1998	3.27%	0.64%	0.57%	3.12%	0.78%	0.82%
1999	6.58%	0.68%	1.06%	7.87%	1.30%	1.45%
2000	1.39%	-0.08%	0.67%	1.81%	-0.11%	0.70%
2001	0.09%	-0.15%	0.52%	-0.50%	-0.19%	0.44%
2002	6.75%	1.37%	1.89%	7.42%	1.92%	2.28%
2003	1.63%	0.33%	1.03%	2.19%	0.46%	1.14%
2004	0.05%	-0.01%	0.08%	0.02%	-0.12%	0.01%

図表 6-3 業績実績値の対前年比 ($x_t^r - x_{t-1}^r$) の平均

年度	単独決算			連結決算		
	売上高	経常利益	当期利益	売上高	経常利益	当期利益
1995	1.65%	2.97%	-1.98%	3.14%	-5.55%	-13.87%
1996	3.61%	10.73%	7.43%	4.15%	6.74%	3.52%
1997	5.01%	10.30%	7.39%	6.56%	9.68%	-0.84%
1998	0.86%	-8.16%	-24.43%	1.43%	-9.69%	-25.67%
1999	-5.15%	-19.08%	-51.95%	-5.44%	-25.59%	-51.61%
2000	0.99%	4.66%	-15.48%	2.21%	3.56%	-12.75%
2001	4.74%	14.01%	-54.47%	5.17%	17.34%	-44.32%
2002	-4.73%	-36.30%	-81.92%	-3.53%	-40.69%	-82.56%
2003	0.39%	-6.69%	-30.89%	0.72%	-3.86%	-34.20%
2004	3.11%	9.31%	14.75%	3.23%	10.62%	2.83%

図表 6-2 および図表 6-3 を観察することで、業績予想の精度に関する全体的な特徴を見ることが出来る。まず、売上高と経常利益については、経済全体の業績が悪化した年（たとえば 1999 年と 2002 年）に、業績予想値の乖離が大きくなることが観察される。一方、経済全体の業績が改善した年（たとえば 1997 年と 2001 年）における業績予想値の乖離は大きくない。このことは、経済全体の景気が上向くことは各企業の業績予想値に織り込み済みであるが、景気減速は予測できていない（または業績予想に反映させていない）ことを意味している。ここでの分析対象は経営者が公表する業績予想であるが、太田（2002）はアナリストによる業績予想と経営者による業績予想が近似することを確認している。このうち、アナリストによる業績予想については、古くから楽観的であることが指摘されており（たとえば Abarbanell and Bernard (1992)）、その原因が、良い情報には過剰反応し、悪い情報には過少反応することにあるという主張もされている（Easterwood and Nutt (1999)）。また、Bradshaw *et al.* (2001) は、そのような誤反応が会計発生項目の持続性の差に対して正しく対処できていないことに起因すると指摘している。ここでの分析結果は、これらの先行研究と整合的である。全体として業績予想値が実績値を上回っている（乖離が正の値である）場合が多いことも、楽観的な予想が多いとする先行研究と整合的である。

一方、当期利益については、図表 6-3 に示されているとおり、経済全体の景気の動きが年度によって大きく変動しているにもかかわらず、業績予想の乖離はそれほど大きくない。この原因に

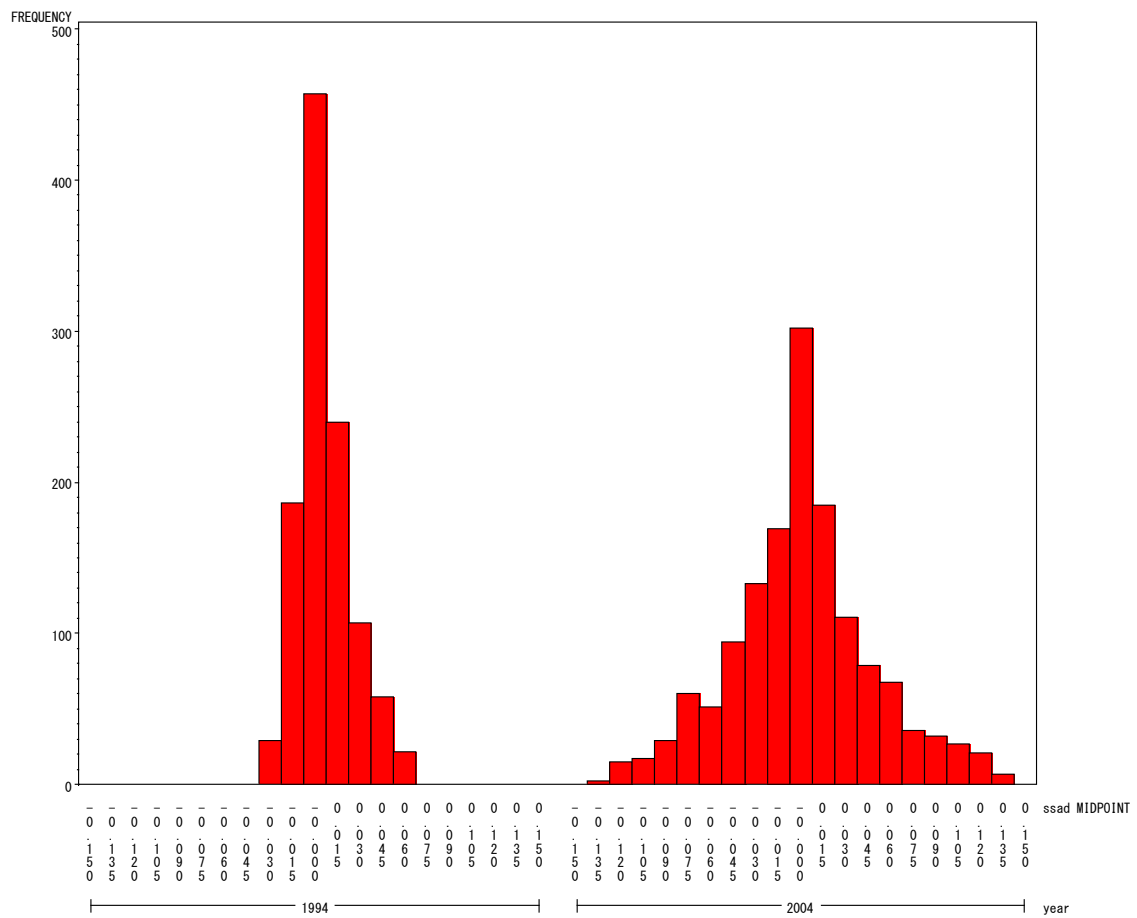
については、企業が、大きな裁量を有する特別項目について年度開始時に計画を立てている可能性が考えられる。特に、ここでの分析期間は、企業業績の悪化からの脱却のために、企業の再構築（リストラクチャリング）が多くおこなわれていた時期であると考えられる。このような場合には、たとえば早期退職者の人数や割増退職金の金額等については見込みが立っていると思われることから、図表 6-2 および図表 6-3 のような結果となったことは理解できよう⁶⁴。

次に、時系列の変化について検討する。図表 6-4 は、単独決算の売上高について、その予想と実績との乖離の度数分布を示したものである。ここでは、分析初年度（1994 年度）および最終年度（2004 年度）のみ掲載している。1994 年のデータを利用した分析では、予想値と実績値とが同値であるゼロ近辺に多くのサンプルが集中している。また、分布が左右対称ではない。一方、2004 年のデータでは、引き続きゼロ近辺に多く分布しているものの、その程度は小さくなっており、また、分布がほぼ左右対称であることが確認できる。両者の分布が異なるか否かについて、Wilcoxon の順位和検定をおこなったところ、1%水準で有意な差が観察された。また、歪度は 1994 年の 0.796 から、2004 年の 0.155 に小さくなっている。このことから、業績予想値と実績値との乖離で測定された、「業績予想の精度向上」が、本来の意味での精度向上ではなく、実績値を調整することから生じた見せかけの精度向上である可能性が示唆される。業績予想値と実績との乖離が小さかったとしても、それが実績値の調整に因る成果であれば、それが株主にとって望ましいことではない現象であることは言うまでもない。さらに、近年の実証分析の結果、一部の企業の経営者が、裁量的発生項目額（discretionary accruals）を用いて報告される利益の管理をおこなっていることが次々と示唆されている。

そこで、次節において、まず、株主総会活性化企業における業績予想の精度向上を確認したうえで、次章において、その精度向上が実績値の調整に起因するものではないことを、裁量的発生項目額の比較によって検証する。

⁶⁴ より精緻な分析のためには、特別項目の額が経常損益の額と比較して大きく、経常損益における業績予想値と実績値の乖離が、特別項目を含めたことによって相対的に小さい影響しか持たなくなることの確認が必要である。

図表 6-4 業績予想値と実績値との乖離 ($DIFF_t$) の経年比較



6.2 株主総会活性化企業における業績予想の精度

本節では、株主総会の活性化が見られた企業において、業績予想の精度（予想値と実績値との乖離の程度）が向上しているか（乖離の程度が縮小しているか）、という点について、クロスセクショナル（企業間）の比較と時系列による比較をおこなう。前節では、企業が経営方針等の説明をおこなう情報開示の場として株主総会の意義を認め、未来へ進む姿勢を表明する場として活用しようとするのであれば、様々な障害が取り除かれるに従い、株主総会の本来の機能を取り戻

そうとするはずであり、実際にそのような状況が観察されたことを示した。また、企業の意識変化は、株主総会のみにおいて発現されるべきではなく、その他の情報開示チャンネルにおいても何らかの変化が見られるはずであり、直接的に投資意思決定に資する業績予想の精度が向上するはずだと主張した。

以上から、本節で検証する仮説を対立仮説の形式で記述すると、以下のとおりとなる。

仮説 6-1：定時株主総会の活性化が観察された企業が、活性化の観察された年に公表する業績予想の精度は、その他の企業が同時期に公表する業績予想の精度よりも高い

6.2.1 データとサンプル

仮説 6-1 を検証する際に対象となるサンプルは、1991 年から 2004 年の間⁶⁵に定時株主総会を開催した、東京証券取引所第一部および第二部に上場している企業である。このうち、銀行・証券・保険・その他金融に属する企業を除外し、3 月 31 日を決算日とする企業のみを抽出している。なお、定時株主総会所要時間のデータは『資料版 商事法務』から手作業で収集した。業績予想を含む財務データは、日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出した。分析ごとに最大限利用可能なデータを用いたため、それぞれのサンプル数は異なっている。また、分析にあたり、各変数の上下 1% に属する値を有するサンプルは外れ値として分析から除外している。

分析に際し、どのような株主総会を活性化した株主総会として判別するかを定義しなくてはならない。すべての株主総会の様子を観察することは困難であるし、議論の活発さの判断をしようとするれば、主観的になることが避けられない。第 4 章で見たとおり、過去四半世紀の株主総会においては、所要時間の長時間化、出席者数の増加、そして質問数の増加という現象が如実に観察される。特に、株式持ち合い構造と特殊株主が存在していた 1990 年代においては、所要時間の長時間化が避けられてきたことを指摘した。そこで、本章での分析に際しては、株主総会所要時間が長時間におよぶことを、株主総会の活性化の代理変数として利用する。

ここでは、最終的な分析対象となる 2000 年から 2003 年の間に開催された定時株主総会の所要時間の平均が約 40 分であることを考慮し、各企業がある年に開催した定時株主総会の所要時

⁶⁵ 1991 年から 1999 年の間に開催された株主総会については、その所要時間の平均を活性化の判断に利用する。したがって、最終的な分析対象は、2000 年から 2003 年の間に開催された定時株主総会である。この時期は、第 4 章で検証した、株式市場全体として株主総会の活性化が求められていた時期であるため、企業（経営者）の意識変化を最も明白に観察することを目的としてこの時期を選択している。

間が、以下の二つの条件をいずれも満たす場合に、当該年の定時株主総会を「活性化(長時間化)した株主総会」として判別している。

- ① その企業が 1991 年から 1999 年の間に開催した定時株主総会の平均所要時間の 1.5 倍以上である
- ② 60 分以上である

なお、①の条件を判別するにあたり、1991 年から 1999 年の間に開催した定時株主総会の所要時間のデータが 7 年分以上入手できない企業がある場合には分析対象から除外した。

6.2.2 業績予想の精度の尺度

業績予想の精度を検証するため、本章では、各年度の業績予想について、前年度の決算に係る決算短信とともに公表された業績予想 (x_t^f) と、その約一年後に公表される、当年度の決算に係る決算短信において公表された利益数値 (x_t^r) との差異を、精度の尺度として用いる。分析対象とする業績予想値は経常利益と当期利益である。このほか、売上高についても予想値が公表されているが、次章において検証する、実績値の調整の程度を推定することが困難であるため、ここでの分析から除外している。企業規模の差異に起因する影響を緩和するため、(6-1) 式同様、その業績予想と同時に公表される資産合計の額でデフレートしている。なお、次章以降の分析との整合性を保つため、連結決算における業績予想に限定して分析する。

業績予想の差異は、その性質上、正の差異となることもあれば、負の差異となることもある。そのため、各企業の差異の平均を計算してしまうと、正の差異と負の差異が相殺し合ってしまう。すなわち、差異の平均が 0 に近ければ精度が高い、というわけではなく、それぞれの差異が 0 に近いかどうかで判断する必要がある。そこで、予想利益と実績利益の差異を資産合計でデフレートした値を 2 乗し、その値を業績予想の精度として定義した。

$$\begin{aligned} \text{業績予想の精度} &\equiv (DIFF_t)^2 \\ &= \left(\frac{x_t^f - x_t^r}{ASSET_t} \right)^2 \end{aligned} \quad (6-2)$$

(6-2) 式で計算される業績予想の精度が小さい(大きい)場合に、精度が高い(低い)というこ

とになる。

業績予想の精度に関する記述統計量を図表 6-5 に示す。

図表 6-5 記述統計量（業績予想の精度）

活性化の 年度	標本数	経常利益				
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
2000	750	0.1036	0.3245	0.0027	0.0170	0.0795
2001	750	0.0422	0.1732	0.0008	0.0055	0.0273
2002	751	0.0757	0.1876	0.0037	0.0185	0.0581
2003	752	0.2145	4.4577	0.0013	0.0075	0.0358
全体	3,003	0.1091	2.2401	0.0017	0.0111	0.0478

活性化の 年度	標本数	当期利益				
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
2000	750	0.1380	0.3044	0.0031	0.0192	0.1107
2001	750	0.0891	0.2818	0.0009	0.0061	0.3564
2002	751	0.0669	0.0669	0.0014	0.0081	0.0410
2003	752	0.0383	0.1174	0.0007	0.0038	0.0208
全体	3,003	0.0830	0.2343	0.0011	0.0080	0.0439

※ 業績予想の精度は、①それぞれの予想利益から実績利益を引いた値を、②期末の資産合計でデフレートし、③それを2乗して算出している。

※ 見やすさのため、各数値は100倍してある。

6.2.3 クロスセクショナルの比較

本項では、業績予想の精度に関するクロスセクショナルの比較（仮説 6-1）をおこなう。仮説 6-1 は、ある年度の株主総会において活性化が観察された企業がその年に公表した業績予想の精度が、同じ年にその他の企業が公表した業績予想の精度よりも高い、という仮説である。（6-2）式で計算される、予想利益と実績利益の差異の2乗の大きさが、活性化企業において有意に小さければ仮説 6-1 が支持される。この値は事前に分布を想定することが困難であるため、Wilcoxon

の順位和検定を用いて検証した。

図表 6-6 業績予想の精度に関するクロスセクショナルの比較

	標本数	経常利益			当期利益		
		平均	中央値	Z統計量	平均	中央値	Z統計量
活性化企業	311	0.0571	0.0067	-2.5243 **	0.0673	0.0035	-4.0554 **
その他の企業	2692	0.1151	0.0117		0.0849	0.0087	

※ 業績予想の精度は、①それぞれの予想利益から実績利益を引いた値を、②期末の資産合計でデフレートし、③それを2乗して算出している。

※ 見やすさのため、各数値は100倍してある。

※ Wilcoxon順位和検定のZ統計量を示している。

※ 1%水準(片側検定)で有意な値に**印を付している。

図表 6-6 に分析結果を示している。分析の結果、経常利益についても 1%水準で帰無仮説が棄却され、対立仮説が支持された。すなわち、株主総会の活性化が観察された企業の公表する業績予想の精度は、同じ年にその他の企業が公表する業績予想の精度よりも高い、という仮説 6-1 に整合的な実証分析の結果が得られた。

6.3 本章のまとめと今後の課題

本章では、定時株主総会の活性化が経営者による株主との意思疎通の働きかけであり、そのような経営者の姿勢が業績予想開示の場面においても発現されることを仮定し、株主総会の活性化が見られた企業において、業績予想の精度（予想値と実績値との乖離の程度）が向上しているか（乖離の程度が縮小しているか）、という点について、クロスセクショナル（企業間）の比較をおこなった。実証分析の結果、株主総会の活性化が観察された企業がその年に公表する業績予想は、その他の企業が同じ年に公表する業績予想よりも精度が高いという、仮説 6-1 と整合的な分析結果が得られた。

次の課題は業績予想の精度の高さの本質についてである。業績予想の精度を、予想値と実績値の差異によって測定しているため、予想の精度の高さが、本来の意味での精度の高さであるのか、実績値を予想値に近づける調整をおこなうことによる「見せかけの精度の高さ」であるのかを判

別しなければ、単に業績予想の精度が高いからと言って、手放しでポジティブな評価を与えることはできないだろう。この問題については次章で検討する。

なお、本章の分析には他にも限界がある。そのうち大きな2点は、因果関係に関する問題と代理変数に関する問題である。本章の分析において、株主総会の長時間化が観察された企業では業績予想の精度が高い（乖離が小さい）ことを確認したが、そのことが因果関係を示すわけではない。すなわち、株主総会が長時間化したから業績予想の精度が高くなったわけではなく、経営者による株主との意思疎通を図ろうという姿勢が、株主総会の長時間化と業績予想の精度の高さの両方に帰結した、と考えるほうが自然であろう。また、株主総会の長時間化を以て、経営者と株主との間の意思疎通が図れていることを想定しているが、より精緻な分析のためには、実際の株主総会の様子を確認する必要があると思われる。以上は今後の課題としたい。

第7章 定時株主総会の活性化と裁量的発生項目額

前章では、定時株主総会の活性化が観察された企業が公表する業績予想の精度が、それ以外の企業が公表する業績予想の精度よりも高いことを検証した。しかし、業績予想の精度を、予想値と実績値との差異を用いて測定しているため、実際利益を裁量的に管理し、予想値に近づけたとしても精度向上が観察される。本章では、裁量的発生項目額を検証することで、前章で観察された、株主総会活性化企業における業績予想の精度の高さが、実際利益の裁量的管理から生じたわけではないことを確認する。

7.1 経営者による報告利益の管理

現代の企業会計における損益計算は発生主義会計を基礎としている。すなわち、現金の収支のみを基礎とする損益計算をおこなうのではなく、その現金の収支を、「発生した」と合理的に認識し測定できる期間へと配分することで収益および費用を定義し、その差額である損益を計算するものである。信用取引が日常的におこなわれ、ほとんどの企業が相当の固定資産を有する現在の企業活動を所与とすれば、固定資産の減価償却計算、売掛債権に対する貸倒引当金の計上、棚卸資産の期首および期末有高を調整することによる売上原価の算定などを通じて、発生主義会計を基礎とする期間損益計算が導く損益数値が、現金主義会計が導く損益数値よりも、情報利用者にとって相対的に合理的な利益数値であることは容易に推察できよう。また、Dechow (1994), Penman and Sougiannis (1998), Francis et al. (2000), 藤井・山本 (1999), 竹原・須田 (2004)をはじめ、多くの実証研究が、株式投資家の投資意思決定に対する有用性という観点から、現金主義会計と比較した発生主義会計の優位性を示す証拠を提示している。

その一方、現金主義会計においては、現金収支という、誰の目から見ても明らかな、客観的な事象に基づいて記録がなされるのに対し、発生主義会計においては、財務諸表作成者である経営者による見積もり計算が少なからず介在する。たとえば、減価償却計算における耐用年数や残存価額の見積もり、貸倒引当金計上における貸倒率の見積もりなどが代表的である。この、現金主義会計によって導かれる業績（以下「キャッシュフロー」という。）と、発生主義会計によって導かれる業績（以下、「会計利益」という。）の差額である会計発生項目（accounting accruals）は、正しく用いられれば発生主義会計の優位性の源泉となる一方、経営者によって「歪める」ことが可能な、すなわち恣意性の介入余地の高い数値として批判されることも多い。結果として、

キャッシュフローが、より客観的な業績指標とされ、会計利益は経営者の裁量が含まれる業績指標と見られることも多い。

許容されている会計基準内において、どのような会計方針を選択するかは、その企業の自由であるが、この会計方針の選択・変更を通じて報告利益管理を行っていることは、古くは、Johnson (1966), Schiff (1966), Archibald (1967)等において指摘されている。わが国でも、石塚・河(1986a, 1986b), 岡部 (1992), 音川 (1998), 榎本 (2007, 2008), 辻 (2005, 2015a, 2015b, 2015c) など、多くの研究が積み重ねられた。報告利益管理をおこなう企業の動機は様々であるため、報告利益管理の方向性だけを見ても、利益増加型、利益減少型いずれの報告利益管理も観察されている。また、当期の報告利益について、損失回避、減益回避、予想利益達成を目指す短期間の利益管理もあれば、ビッグバスや利益平準化と言った中長期におよぶ利益管理もあることが指摘されている。さらに、その手段についても、会計発生項目を利用した会計的報告利益管理と、実際の企業行動の変更を伴う実体的報告利益管理に分類される⁶⁶。

多くの先行研究における実証分析の結果は、見積もりを恣意的に歪めることを通じ、経営者がある程度自身の志向する会計利益を報告することは可能だということを含意している。Burgstahler and Dichev (1997)や Abarbanell and Lehavy (2003)などは、特に、損失(当期の利益が負になること)を回避するため、減益(当期の利益が前期の利益を下回ること)を回避するため、そしてアナリスト予想利益を下回ることを回避するために、経営者が報告利益を管理していることを指摘した。わが国のデータを用いた分析でも、須田・首藤(2001, 2004)や野間(2004)が同様の結果を観察している。

会計発生項目が情報利用者に対する有用な情報の源泉となるのか、それとも経営者の機会主義的行動を反映したノイズになるのかは、ひとえに経営者に意識に依存すると考える。弥永(2001)は、平均的な投資家の投資判断が企業イメージによって左右される可能性の高いことを指摘している。この指摘を業績予想との関連で論じれば、精度の高い業績予想を公表することで、投資家からの良いイメージを獲得せんとするインセンティブがはたらくことが想定される。なお、業績予想については、直近の予想値と比較して相当の差異が生じた場合にはただちに開示することが求められているため、経営者には、予想改定の開示を避けるために精度の高い業績予想を公表するインセンティブが存在する。ただし、この場合でも、実績値を歪めることで、擬似的な精度の高さを生み出すことが可能である。さらに、Liu and Ohlson (2000)や Ohlson (2001)などにおい

⁶⁶ 報告利益管理に関するこれまでの研究については、Ronen and Yaari (2008)や辻 (2015c)を参照。

て、企業価値推定の際の業績予想の利用が示唆されていることや、太田（2002）において業績予想の価値関連性が確認されていることも、株価に対して影響を与えるために実績値を調整する行動を誘発する可能性を示している。

前章では、株主総会が活性化した企業の公表する業績予想の精度が高い（予想値と実績値との乖離の程度が小さい）ことを確認した。しかし、これが、報告利益管理、すなわち実績値の調整の帰結だとすれば、それが投資家にとって望ましくない状態であることは言うまでもない。そこで、本章では、裁量的発生項目額を用いた分析をすることを通じて、前章で観察された業績予想の精度の高さが、報告利益管理の結果であるのか、それとも（本来観察したい）純粋な意味での精度の高さであるのかを検証する。

7.2 報告利益管理の方法とその検出

先行研究においては、報告利益管理の有無を検出しようとする実証分析は以下の2種類に大別できる⁶⁷。すなわち、会計利益の分布に不規則性があることを以て報告利益管理がおこなわれている証拠とする方法と、会計発生項目額（特に、そのうちの裁量的部分である裁量的発生項目額）の大小を以て報告利益管理がおこなわれている証拠とする方法の2種類である⁶⁸。

前者の方法は、Hayn (1995)や、それを発展させた Burgstahler and Dichev (1997)が用いた方法である。これらの研究では、報告された会計利益について、利益自体の数値や利益の対前年変化額がゼロとなる近辺での分布に不規則性が観察されることを発見した。すなわち、わずかな損失やわずかな減益を計上する企業が非常に少ない一方で、わずかな利益やわずかな増益を計上する企業が非常に多いことを指摘したのである。同じ手法を用いて分析した Abarbanell and Lehavy (2003)は、アナリストの公表した予想をわずかに下回る利益を公表する企業が少なく、わずかに上回る利益を公表する企業が多いことを観察し、アナリスト予想利益近辺での不規則性を指摘した。日本においても、須田・首藤（2004）や野間（2004）が同様の分析結果を報告している。これらの先行研究が示した、分布の不規則性が報告利益管理の証拠とする主張に対し、

⁶⁷ 先行研究の分類およびそれぞれの分析結果については、奥村（2004）や須田・首藤（2004）などを参照。また、より広範な「利益の質」に関連する研究のレビューは海老原（2013）にまとめられている。

⁶⁸ 近年、個別の項目の変化に着目した、実体的裁量行動を観察しようとする実証分析も増えている。本章の分析では、株主総会の活性化という企業全体の事象に基づく分析をおこなうため、個別の項目の変化に関する仮説設定は困難である。そのため、本章では、実体的裁量行動については検証せず、会計的裁量行動についてのみ検証する。

Dechow *et al.* (2003)は、実際の経営努力によっても分布の不自然さが形成される可能性があることを指摘し、不自然な分布が存在することが事実だとしても、それを報告利益管理がおこなわれていることの証拠とすることについての疑義を唱えた。

一方、後者の方法は、会計利益とキャッシュフローとの差額である会計発生項目額に着目する。その前提は、予測や見積もりが介在する余地が小さく、相対的に客観的な数値であるキャッシュフローの金額を利用して利益管理をおこなうことは比較的困難であるから、報告利益管理をおこなう経営者は、その目的のために、キャッシュフロー以外の利益構成要素である会計発生項目を利用するだろう、という推測である。とりわけ、減価償却費のように不可避免的に発生する⁶⁹会計発生項目（非裁量的発生項目）ではなく、経営者の意思が介入しやすい会計発生項目（裁量的発生項目）において利益管理がおこなわれるから、その多寡を用いて報告利益管理の尺度とされることが多い。

本章では、株主総会の活性化が観察された企業と、それ以外の企業における比較をおこなうため、後者の方法、すなわち（裁量的）発生項目額を用いた分析をおこなう。株主総会活性化企業における裁量的発生項目額が、それ以外の企業における裁量的発生項目額よりも小さければ、前章で観察された業績予想の精度の高さが、本来の意味での精度の高さであることが確認できることになる。すなわち、本章で検討する仮説は以下のとおりである。

仮説 7-1：定時株主総会の活性化が観察された企業の利益に含まれる裁量的発生項目額は、その他の企業の利益に含まれる裁量的発生項目額よりも小さい⁷⁰

先行研究では、会計発生項目額のうち、経営者が裁量的に生じさせた額である裁量的会計発生項目額を明らかにすることに力が注がれた。もちろん、経営者の裁量がなかった場合の会計利益、いわば「あり得べき会計利益⁷¹」が公表されているわけではないため、中立的な会計手続きにしたがった場合の発生項目額である、非裁量的発生項目額（non-discretionary accruals: NA）を推

⁶⁹ 固定資産の所有を前提とすれば、減価償却費の発生自体は不可避であるが、その金額については、耐用年数や残存価額の見積もりを通じて裁量の余地がある。

⁷⁰ 報告利益管理の方向性は必ずしも一方向ではないため、裁量的発生項目額が正であっても負であっても報告利益管理をおこなっている可能性が示唆される。そのため、次節において議論するとおり、実証分析に際しては、裁量的発生項目額そのものではなく、その絶対値を検証対象とする。

⁷¹ DeAngelo (1986)は、"the earnings number that would have been reported absent the exercise of management's accounting discretion" と表現している (p. 408)。

定し、それを発生項目額の総額 (total accruals: TA) から差し引くことによって、裁量的発生項目額 (discretionary accruals: DA) を求める、という手法が採られてきた。この方法で報告利益管理の有無または大小を検証する場合、(非)裁量的発生項目額を推定するモデルの妥当性の検証と、それぞれのモデルから導かれた裁量的発生項目額の大小の検証を合わせておこなっているという点に注意が必要である。以下では、裁量的発生項目額の推定モデルと提案されたモデルの一部の内容を概観する⁷²。

7.2.1 Jones (1991)モデル

Jones (1991)は、米国国際貿易委員会 (International Trade Commission: ITC) による輸入制限措置を誘発するため、米国企業が利益減少型の報告利益管理を行うという仮説を検証した。Healy (1985)や DeAngelo (1986)において検証された状況設定とは異なり、①この報告利益管理による輸入制限措置で不利益を被るのは不特定多数の消費者であり、報告利益管理の存在を指摘される可能性が低いこと、②ITC も報告利益管理を明らかにしようとするインセンティブを持たないこと、などの理由から、同研究での状況設定が、より広範な報告利益管理の検出を可能にするという利点に言及している (pp. 193-194)。

仮説の検証に際し、Jones (1991)は不可避免的に生じる非裁量的発生項目額を、これまでより精緻な方法で推定することを試みた。Jones (1991)は、非裁量的発生項目額が、売上高の対前年変化額と有形固定資産額の間数であると主張し、以下の回帰式による推定を提案した。

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (7-1a)$$

ただし、 A は資産合計、 ΔREV は売上高の対前年変化額、 PPE は有形固定資産、 ε は回帰式の誤差項を示している。(7-1a)式は、発生項目総額が、売上高の対前年変化額と有形固定資産額によって決まることを示しており、規模の調整のために前期末の資産合計でデフレートすること

⁷² 本節であつかう裁量的発生項目額推定モデル以外にも推定モデルが存在する。Jones (1991)モデルの前には、発生項目の総額を裁量的発生項目額の代理変数とする Healy (1985)モデルや、前期の発生項目総額を当期の非裁量的発生項目額の推定値とする DeAngelo (1986)モデルなどが提唱された。なお、乙政 (2004b)が、Healy (1985)以降の研究の経過と、日本のデータを用いた検証をまとめている。

で導出されている。この (7-1a) 式について、最小二乗法⁷³による回帰係数 (α_i , β_{1i} , β_{2i}) の推定値 (順に, a_i , b_{1i} , b_{2i}) を求め、その結果得られる推定誤差を裁量的発生項目額の推定値とした。すなわち、

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left(a_i \frac{1}{A_{it-1}} + b_{1i} \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + b_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (7-1b)$$

である。

7.2.2 Dechow et al. (1995) モデル (修正 Jones モデル)

Dechow et al. (1995) は、Jones(1991)において (暗黙裡に) 仮定されている、売上高の大きさが非裁量的に決定する、という点に異を唱えた (p. 199)。非裁量的発生項目額の推定部分、すなわち (7-1a) 式の右辺における説明変数に裁量的な要素が含まれてしまえば、(7-1b) 式における裁量的発生項目額の推定値にノイズが生じてしまう。期末の押し込み販売によって売上高に経営者の裁量が入り込む余地があるのであれば、それをモデルに組み込む必要がある、というのが Dechow et al. (1995)の主張である。この問題点を解決するため、彼女らは Jones モデルの回帰式に売上債権の変化額 (ΔREC) を含めたモデルを提示した。すなわち、

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (7-2a)$$

によって各項目が発生項目総額に与える影響を明らかにし、その結果得られる推定誤差である、

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left(a_i \frac{1}{A_{it-1}} + b_{1i} \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} + b_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (7-2b)$$

によって裁量的発生項目額を推定した。

⁷³ 後に議論するが、Jones (1991)は時系列データを用いて回帰係数を推定している。

7.2.3 Kasznik (1999)モデル (CFO 修正 Jones モデル)

Dechow (1994)は同じ年度の営業キャッシュフロー (cash flow from operations: CFO) と発生項目総額が負の相関を有していることを指摘した。これを受けて、Kasznik (1999)は、営業キャッシュフローの変化に起因する非裁量的発生項目額を捕捉するために、修正 Jones モデルに営業キャッシュフローの変化額を説明変数として追加したモデルを提示した。すなわち、

$$\frac{TA_{ipt}}{A_{it-1}} = \alpha_{pt} \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_{1pt} \frac{(\Delta REV_{ipt} - \Delta REC_{ipt})}{A_{it-1}} + \beta_{2pt} \frac{PPE_{ipt}}{A_{it-1}} + \beta_{3pt} \frac{\Delta CFO_{ipt}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (7-3a)$$

によって非裁量的発生項目額の推定をおこなう。

なお、Kasznik (1999)は、回帰係数の推定に際し、Jones (1991)および Dechow *et al.* (1995)が利用した個別企業の時系列データではなく、業種ポートフォリオを用いたクロスセクショナルのデータを利用している。(7-3a) 式中の添え字 p は i 社の属する業種ポートフォリオを示している。以降の手順はこれまでと同様であり、(7-3a) 式の回帰式によって求められた回帰係数を基に、

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left(\alpha_{pt} \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_{1pt} \frac{(\Delta REV_{ipt} - \Delta REC_{ipt})}{A_{it-1}} + \beta_{2pt} \frac{PPE_{ipt}}{A_{it-1}} + \beta_{3pt} \frac{\Delta CFO_{ipt}}{A_{it-1}} \right) \quad (7-3b)$$

によって裁量的発生項目額を推定した。

7.2.4 Dechow *et al.* (2003) モデル (成長モデル)

前項までに提示された裁量的発生項目額の推定モデルを利用した報告利益管理の研究が増えた一方、推定モデルに対して多くの批判もあった。たとえば、Kang and Shivaramakrishnan (1995)は、モデルにおいて説明変数に含まれない変数、すなわち欠落変数 (omitted variables) が残っている可能性を指摘した (p. 355)。その変数に対する回帰係数が正 (負) であれば、非裁量的発生項目額が本来より小さく (大きく) 推定され、結果として、裁量的発生項目額が本来より大きく (小さく) 推定されることになる。また、Kothari (2001)は、(裁量的) 発生項目額が負

の系列相関を有すること、すなわち反転性の存在を指摘した (p. 164)。

Kothari (2001)の指摘に応えるため、Dechow *et al.* (2003)では、前年の会計発生項目額をモデルに含めている。さらに、Kang and Shivaramakrishnan (1995)に対応するため、売上高成長に伴う売上債権の増加額と、成長企業において不可避免的に増加する商品在庫の影響を考慮するモデルを提示した。すなわち、

$$\begin{aligned} \frac{TA_{ipt}}{A_{it-1}} = & \alpha_{pt} \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_{1pt} \frac{((1+k)\Delta REV_{ipt} - \Delta REC_{ipt})}{A_{it-1}} + \beta_{2pt} \frac{PPE_{ipt}}{A_{it-1}} \\ & + \beta_{3pt} \frac{LagTA_{ipt}}{A_{it-1}} + \beta_{4pt} \frac{GR_Sales_{ipt}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7-4a)$$

である。ただし、*LagTA*は前期の会計発生項目額、*GR_Sales*は翌年度の売上高成長率、定数 *k*は売上高の増加が売上債権の増加に与える影響度を、それぞれ示している。定数 *k*は、回帰式

$$\Delta REC_{it} = \alpha_{pt} + k_{pt} \Delta REV_{it} + \varepsilon_{ipt} \quad (7-4b)$$

の回帰係数である。推定における発散を防止するため、 $0 \leq k \leq 1$ である。なお、*GR_Sales*は翌年度に測定される売上高成長率である。したがって、本来の推定時点では未知の情報であるが、研究者が事後的に(非)裁量的発生項目額を推定するうえでは特に問題ない、と主張している (p. 359)。

7.2.5 推定モデルの問題点

本章では、Jones モデル、修正 Jones モデル、CFO 修正 Jones モデル、および成長モデルの4つのモデルを利用して、株主総会活性化企業における経営者の裁量行動を検証する。すでに述べたとおり、裁量的発生項目額の多寡を以て経営者の裁量行動の証拠とする場合、裁量的発生項目額を推定するモデルの精度によって結論が異なってしまう。大日方 (2004) は、これまで提案された各モデルについて、モデルに含まれる変数が理論的に導かれたものではないことや、期首総資産でデフレートすることに統計上の問題点が存在する可能性があることなどを指摘している (p. 34)。また、理論的根拠が欠落したまま、(裁量的)発生項目額と相関が観察された変数を順次追加していくという方式では、Kang and Sivaramakrishnan (1995)の指摘した欠落変数の

問題も未解決である。

そのため、まず、それぞれの推定モデルの説明力を検証する必要がある。ただし、仮に各モデルで説明できない部分が残っていたとしても、本章でおこなう分析の目的は、株主総会活性化企業とその他の企業における裁量行動の比較であるため、欠落変数を含むモデルの不備の影響が、株主総会活性化企業とその他の企業の両グループに均等な影響を与えるのであれば、本章での目的は達成可能と考えている。

また、モデルに基づく推定を行う場合に、個別企業の時系列データを利用するのか、それとも（サンプル全体または業種ごとの）クロスセクショナルのデータを利用するのか、という点も議論の多い問題である。この点について、DeFond and Jiambalvo (1994)や Subramanyan (1996)は、クロスセクショナル・データを用いたほうが回帰モデルの当てはまりが良いことを確認している。また、推定に必要なデータ数の確保、という点からも、クロスセクショナル・データを用いたほうが有利である。どのようなデータ系列を用いるか、という点についても理論的根拠があるわけではないが、DeFond and Jiambalvo (1994)および Subramanyan (1996)以降の先行研究と同様、本章でも、産業別のクロスセクショナル・データを用いた推定をおこなう。さらに、Hilary and Oshika (2006)で確認された、株主総会活性化企業の特徴を踏まえ、その特徴が各モデルの推定に与える影響も検討したうえで、分析結果の解釈をおこなう。

7.3 実証分析の手順とデータ

本節では、裁量的発生項目額の推定モデルを用いて、株主総会が活性化した企業における裁量的発生項目額の特徴を観察する。前章において、株主総会活性化企業における業績予想の精度が、それ以外の企業と比較して高いことが確認されている。しかし、その精度の高さが、業績の実績値を調整した結果であれば、そのことをポジティブな現象と捉えることはできないため、株主総会活性化企業における報告利益管理の有無を確認することは、業績予想の精度の高さを解釈するうえで不可欠である。

検証のために、まず、会計発生項目総額について、株主総会活性化企業とそれ以外の企業の比較をおこなう。その後、各モデルで推定された裁量的発生項目額の比較をおこなう。推定モデルの改善の流れは、モデルの説明力を高めようとする試みの結果であるので、基本的には、先に提示された Jones モデルと修正 Jones モデルの説明力が低いことが予想される。そこで、以降では、まず、Jones モデルと修正 Jones モデルの説明力が、それ以外の二つのモデル、すなわち CFO 修正 Jones モデルと成長モデルよりも低いことを確認したうえで、CFO 修正 Jones モデ

ルと成長モデルに依拠した推定値をもとに分析をおこなう。

前節で提示した仮説は以下のとおりであった。

仮説 7-1：定時株主総会の活性化が観察された企業の利益に含まれる裁量的発生項目額は、その他の企業の利益に含まれる裁量的発生項目額よりも小さい

しかし、報告利益管理の動機や態様は様々であり、その方向性は一定ではない。特に、本章での検証の目的である、業績予想に近づけるための報告利益の実績値の管理、という視点から考えると、裁量的発生項目額は正にも負にもなり得る。そのため、裁量的発生項目額そのものの多寡を比較しても報告利益管理の程度を明らかにすることにはつながらない。そこで、裁量的発生項目額の絶対値の大きさに着目して検証をおこなう。利益増加型の報告利益管理であるか、利益減少型の報告利益管理であるかにかかわらず、業績予想に合わせるために裁量的発生項目を利用した報告利益管理をおこなうのであれば、裁量的発生項目額の絶対値が大きくなるはずである。このとき、仮説 7-1 は以下のように表現される。

仮説 7-1a：定時株主総会の活性化が観察された企業の利益に含まれる裁量的発生項目額の絶対値は、その他の企業の利益に含まれる裁量的発生項目額の絶対値よりも小さい

仮説の検証にあたっては、2001年6月から2005年6月までに定時株主総会を開催した⁷⁴、東京証券取引所第一部および第二部に上場している企業のうち、日経業種分類上、銀行・証券・保険・その他金融に属する企業を除外し、その中から各年の3月31日を決算日とする企業のみを分析対象としている。また、株主総会活性化企業の判定は、前章と同じ基準を用いている。すなわち、各企業が1991年から2000年までの間に開催した定時株主総会の所要時間の平均値を基礎とし、分析対象期間である2001年から2005年までの間に開催した定時株主総会の所要時間が、①1991年から2000年までの間の所要時間の平均値の1.5倍以上であり、かつ②60分以上

⁷⁴ 前章における分析と検証の年度に前後1～2年の差異があるが、後述のとおり年度ごとの分析結果に差異はないため、分析期間の差異が前章および本章での議論に大きな影響を与えるものではない。なお、CFO修正Jonesモデルによる裁量的発生項目額の推定のために、営業キャッシュフローの変化額を必要とするため、2001年3月期（当該会計期間に対応する株主総会の多くは2001年6月に開催されている）を始点とする必要がある。

上である場合に、活性化した株主総会として判別している。なお、所要時間の平均値の算定にあたり、1991年から2000年までの間に開催した定時株主総会の所要時間のデータが7年以上入手できない企業は分析から除外している。また、定時株主総会の所要時間のデータを「資料版 商事法務」から手入力していること、および財務データを日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出していることは前章と同様である。年度ごとの分析対象サンプル数は図表 7-1 のとおりである。

図表 7-1 分析対象サンプル数

年度	活性化企業	その他の企業	合計
2001	94	951	1,045
2002	105	943	1,048
2003	125	926	1,051
2004	111	938	1,049
2005	175	878	1,053
合計	610	4,636	5,246

7.4 実証分析の結果

7.4.1 会計発生項目の総額に関する分析

まず、会計発生項目総額について、株主総会活性化企業とその他の企業の比較をおこなう。会計発生項目総額は、経常利益と営業キャッシュフローの差額として計算している。会計発生項目総額は（減価償却費の影響で）負になることが予想される。なお、規模の調整をおこなうため、各変数は期首総資産額でデフレートしている。

図表 7-2 は、活性化企業とその他の企業のそれぞれのグループについて、会計発生項目総額の中央値を示している。両者の分布の違いを明らかにするため、Wilcoxon の順位和検定を実施した。その結果、すべての年度において、活性化企業のほうがより小さな（絶対値が大きい負の）会計発生項目総額を計上していることが観察され、2003 年度を除くすべての年度において、5% 水準で有意な差が認められた。もちろん、会計発生項目の計上自体は中立な行為であり、先行研究で指摘された会計発生項目の情報有用性を考えれば、むしろ情報利用者にとっては望ましい現

象かもしれない。また、Dechow (1994)において営業キャッシュフローと会計発生項目総額との負の相関が報告されていることを所与とすれば、株主総会活性化企業において相対的に小さな会計発生項目総額が観察されたことは、単に活性化企業における業績の良さ（営業キャッシュフローの額が大きいこと）の反映かもしれない。本論文でも、第5章において、定時株主総会の活性化が、翌年の収益性の高さと正の関係を有していることを観察しており、そのこととも整合的である。そこで、この分析結果の含意については後で再検討する。

図表 7-2 会計発生項目総額の比較

年度	活性化企業	その他の企業	Z統計量
2001	-0.0174	-0.0068	-2.3567 *
2002	-0.0233	-0.0168	-2.0979 *
2003	-0.0269	-0.0229	-0.8895
2004	-0.0230	-0.0167	-2.3369 *
2005	-0.0143	-0.0055	-2.4525 *
全体	-0.0210	-0.0138	-4.1212 **

※ 会計発生項目総額は、経常利益と営業キャッシュフローとの差額として計算している。

※ Wilcoxonの順位和検定によるZ統計量を示している。

※ 1%水準, 5%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *を付している。

7.4.2 裁量的発生項目額の推定モデルの説明力

本項では、経営者による裁量行動の有無を明らかにする、裁量的発生項目額の推定モデルの説明力について検討する。本論文では、裁量的発生項目額の推定モデルとして、Jones モデル、修正 Jones モデル、CFO 修正 Jones モデル、そして成長モデルの4つのモデルを用いた。それぞれの推定にあたっては、日経業種分類（中分類）を利用し、同じ業種に属する企業でポートフォリオを形成し、業種・年度ごとのクロスセクショナルによる推定をおこなった。各ポートフォリオに属する企業数が6社未満（成長モデルについては7社未満）の業種・年度については分析から除外している。

図表 7-3 は、各モデルの決定係数（自由度調整済み R^2 ）に関する、すべての業種・年度ポート

フォリオにおける記述統計量を示している。Jones モデルや修正 Jones モデルと比較すると、CFO 修正 Jones モデルの説明力が高いこと、さらに日本のデータを用いた分析では Jones モデルと修正 Jones モデルの説明力が米国の先行研究 (Jones (1991)や DeFond and Jiambalvo (1994)など) における説明力よりも低いことが観察されており、これらについては先行研究⁷⁵と一致している。

図表 7-3 裁量的発生項目額の推定モデルの決定係数に関する記述統計量

モデル	観測数	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
Jonesモデル	149	0.179	0.312	0.016	0.144	0.324
修正Jonesモデル	149	0.170	0.341	0.030	0.147	0.327
CFO修正Jonesモデル	147	0.459	0.462	0.355	0.494	0.685
成長モデル	129	0.219	0.328	0.075	0.202	0.366

※ それぞれのモデルの業種・年度ごとのポートフォリオにおける決定係数に関する記述統計量を示している。

7.4.3 株主総会活性化企業における裁量的発生項目額

図表 7-4 は、4つのモデルによって推定された裁量的発生項目額を基に、その絶対値に関する平均値、中央値、および Wilcoxon の順位和検定の Z 統計量について、株主総会活性化企業とその他の企業との比較結果をまとめたものである。いずれのモデルを用いた推定値についても、5年間全体では株主総会活性化企業の計上する裁量的発生項目額の絶対値のほうが大きくないことが確認された。年度ごとに見ても、2003年における、Jones モデル、修正 Jones モデル、および成長モデルによる推定値を用いた比較以外では、株主総会活性化企業の計上する裁量的発生項目額の絶対値のほうが大きくないことが確認されている。ただし、統計的有意性という観点からは、分析期間全体での修正 Jones モデルと成長モデルの差異が統計的に有意であったものの、Jones モデルと CFO 修正 Jones モデルでは有意な差が観察されなかった。また、年度ごとにおける分析の多くの年度でも有意な差が観察されなかった。以上から、仮説 7-1 と概ね整合的な分

⁷⁵ 裁量的発生項目額の推定モデルの、企業特性と検定力の関係については薄井 (2014) を参照。

析結果であるものの、より強固な結論を得るためには、追加的な検証も必要であることが判明した。

また、Jones モデルおよび修正 Jones モデルによって推定された裁量的発生項目額の絶対値は、CFO 修正 Jones モデルおよび成長モデルによって推定された裁量的発生項目額の絶対値よりも一般的に大きな値を示している。このことは、Jones モデルおよび修正 Jones モデルにおいて、欠落変数の影響により非裁量的発生項目額が十分に説明しきれていない現象が生じていることを示唆している。

図表 7-4 株主総会活性化企業における裁量的発生項目額

パネルA Jonesモデル					
年度		標本数	平均	中央値	Z統計量
2001	活性化企業	82	0.022	0.018	-1.487
	その他の企業	885	0.025	0.021	
2002	活性化企業	93	0.019	0.015	-2.076 *
	その他の企業	871	0.023	0.019	
2003	活性化企業	112	0.024	0.021	0.464
	その他の企業	850	0.024	0.019	
2004	活性化企業	95	0.022	0.017	-0.158
	その他の企業	869	0.023	0.018	
2005	活性化企業	153	0.023	0.018	-0.188
	その他の企業	811	0.023	0.020	
全体	活性化企業	535	0.022	0.018	-1.499
	その他の企業	4,286	0.024	0.019	

※ Wilcoxonの順位和検定によるZ統計量を示している。

※ 1%水準, 5%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *を付している。

パネルB 修正Jonesモデル

年度		標本数	平均	中央値	Z統計量
2001	活性化企業	81	0.023	0.018	-0.987
	その他の企業	884	0.025	0.021	
2002	活性化企業	91	0.019	0.016	-1.707 *
	その他の企業	871	0.023	0.019	
2003	活性化企業	113	0.024	0.021	0.535
	その他の企業	847	0.024	0.019	
2004	活性化企業	100	0.021	0.018	-0.916
	その他の企業	862	0.023	0.018	
2005	活性化企業	151	0.022	0.016	-1.070
	その他の企業	810	0.023	0.020	
全体	活性化企業	536	0.022	0.018	-1.886 *
	その他の企業	4,274	0.024	0.019	

※ Wilcoxonの順位和検定によるZ統計量を示している。

※ 1%水準, 5%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *を付している。

パネルC CFO修正Jonesモデル

年度		標本数	平均	中央値	Z統計量
2001	活性化企業	81	0.019	0.016	-0.902
	その他の企業	884	0.020	0.017	
2002	活性化企業	90	0.017	0.014	-0.621
	その他の企業	872	0.018	0.015	
2003	活性化企業	108	0.017	0.015	-0.417
	その他の企業	852	0.018	0.015	
2004	活性化企業	94	0.017	0.015	-0.635
	その他の企業	868	0.019	0.016	
2005	活性化企業	150	0.019	0.015	-0.183
	その他の企業	811	0.019	0.016	
全体	活性化企業	523	0.018	0.015	-1.252
	その他の企業	4,287	0.019	0.016	

※ Wilcoxonの順位和検定によるZ統計量を示している。

※ 1%水準, 5%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *を付している。

パネルD 成長モデル

年度		標本数	平均	中央値	Z統計量
2001	活性化企業	77	0.021	0.017	-1.577
	その他の企業	770	0.024	0.020	
2002	活性化企業	87	0.019	0.016	-1.731 *
	その他の企業	860	0.023	0.018	
2003	活性化企業	117	0.023	0.019	0.512
	その他の企業	838	0.022	0.018	
2004	活性化企業	99	0.021	0.015	-0.626
	その他の企業	854	0.023	0.018	
2005	活性化企業	152	0.021	0.016	-0.963
	その他の企業	799	0.022	0.017	
全体	活性化企業	532	0.021	0.017	-1.962 *
	その他の企業	4,121	0.023	0.018	

※ Wilcoxonの順位和検定によるZ統計量を示している。

※ 1%水準, 5%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *を付している。

7.5 本章のまとめと今後の課題

本章の目的は、株主総会活性化企業について、その業績予想の精度の高さが、裁量的発生項目を用いた報告利益管理の帰結でないことを確認することにあった。実証分析の結果、株主総会活性化企業の計上する裁量的発生項目額の絶対値は、その他の企業の計上するそれと比べて、統計的に有意に小さいことは確認できなかったものの、少なくとも「大きくない」ことは確認された。会計発生項目総額は、株主総会活性化企業の計上額のほうが統計的に有意に大きいことが確認されている。したがって、その状況においてもなお、裁量的発生項目額に差異が見られなかったことだけでも、本章の目的からすれば、所期の目的は達成できたと考える。

一方、裁量的発生項目額の推定モデルを用いた報告利益管理に関する実証研究全般の限界と同様、本章の分析においても裁量的発生項目額の推定モデルの精度およびその理論的背景についての問題は残されたままである。特に、推定モデルの選択によって、分析すべき仮説に対する検証結果が異なるということは、本章での分析に用いた推定モデルにのみ依拠した分析では不十分であることを意味している。また、年度ごとに分析結果が異なるという状況も推定モデルの不完全

性に起因する可能性がある。個別企業に着目した事例研究もおこない、モデルの精緻化、特に、年度ごとにモデルの推定値に影響を与える項目のコントロールについて検討することを今後の課題としたい。

第 8 章 定時株主総会の活性化と株式市場の反応

前章までに、定時株主総会の活性化が観察された企業が公表する業績予想の精度が、それ以外の企業が公表する業績予想の精度よりも高い（予想値と実績値との乖離の程度が小さい）ことを観察した。さらに、裁量的会計発生項目の比較を通じ、業績予想の精度の高さが、実際利益の裁量的管理をおこなった結果ではなく、本来の意味での精度の高さであることを確認した。したがって、株主総会の活性化が観察された企業の経営者は、精度の高い業績予想を開示することによって、投資家に対し真摯な情報公開を目指していると理解できる。そうであれば、そのような企業に対して株式市場がどのような反応をするのか、という点が本章の問題意識である。

本章では、この問題に対し、二つのアプローチで検証する。一つ目のアプローチは、株主総会活性化企業が開示する業績予想の、株式時価総額に対する説明力について、その他の企業が開示する業績予想の説明力と比較分析するものである。第 3 章で議論した Ohlson モデルを用いて、株主総会活性化企業とそれ以外の企業における、業績予想と株価の関連性の相違を検証する。

二つ目のアプローチは、株主総会の活性化の程度と株式リターンの同調性（いわゆる市場モデルの決定係数）との間の関係性について分析するものである。株主総会の活性化が、経営者が株主と意思疎通を図ろうとしている結果であれば、株主総会の活性化が観察された企業では、業績予想の精度が高いだけでなく、全般的なディスクロージャーの有用性が高いことが想定される。Morck *et al.* (2000) および Jin and Myers (2006) は、開示情報の有用性が高い企業においては、その企業の個別株式のリターンと市場全体のリターンとの同調性が低いことを報告している。本章では、株主総会の活性化が観察された企業においては、株主と意思疎通を図ろうとする経営者の姿勢がその他のディスクロージャーにおいても発現し、その他のディスクロージャーの有用性も高いという仮説の下で、株主総会の活性化の程度と株式リターンの同調性との関係を検証する。

8.1 業績予想の精度に対する株式市場の反応

前章で述べたとおり、現代の企業会計における損益計算は発生主義会計を基礎としている。多くの実証研究が、現金主義会計に対する発生主義会計の優位性を示す証拠を提示している一方、恣意性の介入する余地の大きい発生主義会計に対する批判も多い。言うまでもなく、歪みのない会計利益が報告されれば、その情報が、主たる情報利用者である投資家にとって最も有用な情報

となることは間違いない⁷⁶。エイジェンシー理論に基づけば、エイジェントに真実の（歪みのない）報告をさせるために必要な条件は、真実の報告をした場合の経営者の期待効用が偽の報告をした場合の期待効用を上回ることである。この場合、経営者は歪みのない会計利益を報告することになるし、その結果として、情報利用者にとっても、歪んだ会計利益を元に戻すための分析をおこなう必要がなくなるであろうし、歪んだ会計利益に基づいて誤った意思決定をするリスクからも解放される。

前章までに、定時株主総会の活性化が観察された企業が公表する業績予想の精度が、それ以外の企業が公表する業績予想の精度よりも高いこと、そして、その業績予想の精度の高さが、裁量的会計発生項目を用いて実際利益の裁量的管理をおこなった結果ではないことを確認した。このことを前提とした場合に、情報利用者である株式市場がどのような反応を示すかを検証する。まず、本節では、定時株主総会の活性化が観察された企業の株価について、業績予想情報への依存度が高いことを確認する。まずは、クロスセクショナルの比較として、株主総会の活性化が観察された企業が公表する業績予想が、その他の企業が公表する業績予想よりも、株価との関連性が高いことを分析する。検証する仮説は以下の仮説 8-1 のとおりである。

仮説 8-1：定時株主総会の活性化が観察された企業が公表する業績予想は、その他の企業が公表する業績予想と比べて株価関連性が高い

Ohlson モデルの導出およびその含意については第 3 章で説明しているので、ここでは、その概要のみ確認する。Ohlson モデルは、(株価に近似する) 企業価値が、評価時点の純資産簿価と、それ以降の残余利益の割引現在価値の総和との合計として表現できるという残余利益モデルをベースとしている。そこに、各期の残余利益が、前の期の残余利益の持続部分と、新たに公表された情報（その他の情報）に基づく部分によって構成されること、さらに「その他の情報」自体が持続性を有すること、という線形情報ダイナミクスの仮定を導入した。さらに、「その他の情報」の推定に際し、業績予想を利用することを提案している。Ohlson (2001) では、最終的に、以下の (8-1) 式を導いている。

⁷⁶ 鈴木・安 (2014) では、先行研究のレビューを通じて、投資意思決定後のモニタリングの手段としての会計情報を検討する場合には、報告利益管理を許容しないことが、必ずしも最善解とはならないことが示されている。

$$P_t \approx V_t = \alpha_1 BV_t + \alpha_2 x_t + \alpha_3 E_t [x_{t+1}^a] \quad (8-1)$$

ただし、 P_t は t 時点の株価、 V_t は t 時点の企業価値、 BV_t は t 時点の純資産簿価、 x_t は t 期の当期利益、 $E_t[x_{t+1}^a]$ は t 時点において入手可能な $t+1$ 期の残余利益に関する予想を示している。さらに、当期の残余利益 (x_0^a) が当期の純利益 (x_0) の関数であること ($x_0^a = x_0 - r \times BV_{-1}$) を利用し、以下の (8-2) 式を用いた分析をおこなう。

$$V_0 = \alpha + \beta_1 BV_0 + \beta_2 x_0 + \beta_3 E_t [x_1] + \beta_4 v_0 \quad (8-2)$$

(8-2) 式では、回帰分析上の切片 (α) を許容している。本章では、「その他の情報」である v_0 として、経営者が公表する次期の業績予想を用いた分析をおこなうことで、株式投資家にとっての有用性を検証する。

分析にあたり、2001年6月から2005年6月までに定時株主総会を開催した、東京証券取引所第一部および第二部に上場している企業のうち、日経業種分類上、銀行・証券・保険・その他金融に属する企業を除外し、その中から各年の3月31日を決算日とする企業のみを分析対象としている。また、株主総会活性化企業の判定は、前章までと同じ基準を用いている。すなわち、各企業が1991年から2000年までの間に開催した定時株主総会の所要時間の平均値を基礎とし、分析対象期間である2001年から2005年までの間に開催した定時株主総会の所要時間が、①1991年から2000年までの間の所要時間の平均値の1.5倍以上であり、かつ②60分以上である場合に、活性化した株主総会として判別している。なお、所要時間の平均値の算定にあたり、1991年から2000年までの間に開催した定時株主総会の所要時間のデータが7年以上入手できない企業は分析から除外している。また、定時株主総会の所要時間のデータを『資料版 商事法務』から手入力していること、および財務データを日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出していることは前章と同様である。また、各分析において、利用する変数それぞれの上下1%ずつを外れ値として分析対象から除外している。

8.1.2 クロスセクショナルの比較 (仮説 8-1 の検証)

クロスセクショナルの分析にあたっては、株主総会活性化企業とその他の企業を比較するため、(8-1) 式に対し、株主総会の活性化が観察された企業・年を1、その他の企業・年を0とする活性化ダミーを用いる。さらに、活性化ダミーと次期予想利益との交差項を加えて検証する。さら

に、切片も許容する。したがって、検証対象となるモデルは以下の (8-3) 式である。(8-3) 式の β_6 の係数が有意に正であれば仮説 8-1 が支持されたことになる。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額}_t \approx \text{企業価値}_t = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価}_t + \beta_2 \text{当期利益}_t + \beta_3 \text{配当}_t \\ & + \beta_4 \text{次期予想利益}_t + \beta_5 \text{活性化ダミー}_{t-1} \\ & + \beta_6 \text{活性化ダミー}_{t-1} \times \text{次期予想利益}_t \end{aligned} \quad (8-3)$$

分析に先立ち、図表 8-1 には記述統計量を、図表 8-2 には相関係数表を示している。なお、説明変数間の高い相関に起因する多重共線性の問題に対応するため、VIF 値を確認した。その結果、すべての変数の VIF が 3 未満であるため、分析には影響を及ぼさないものと判断した。

図表 8-1 記述統計量 (N=4,025)

モデル	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	0.44	0.48	0.19	0.30	0.51
純資産簿価	0.41	0.21	0.25	0.39	0.56
経常利益	0.01	0.04	0.00	0.01	0.02
次期予想利益	0.01	0.04	0.00	0.01	0.03
活性化ダミー	0.12	0.33	0	0	0
活性化ダミー×次期予想利益	0.00	0.01	0	0	0

※ 株主総会活性化ダミーは、その企業の1991年～1999年における株主総会の平均所要時間の1.5倍より長く、かつ60分以上である場合に1をとるダミー変数である。

※ ダミー変数を除く各変数は期首の資産合計でデフレートしたうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 8-2 相関係数表

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	活性化ダミー	活性化ダミー × 次期予想利益
株式時価総額	1	0.520	0.419	0.398	0.022	0.148
純資産簿価	0.632	1	0.352	0.288	-0.117	0.064
経常利益	0.539	0.433	1	0.426	-0.018	0.135
次期予想利益	0.477	0.360	0.580	1	0.000	0.338
活性化ダミー	0.040	-0.122	-0.051	-0.016	1	0.316
活性化ダミー×次期予想利益	0.065	-0.050	0.037	0.189	0.607	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である。
 ※ 各変数は期首の資産合計でデフレートしたうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

分析結果を図表 8-3 に示している。分析の結果、活性化ダミーと次期予想利益との交差項に対する回帰係数（8-3 式の β_6 ）が有意に正となり、株主総会活性化企業の公表する業績予想のほう
 が、その他の企業の公表する業績予想よりも株価関連性が高いことが確認された。すなわち、仮
 説 8-1 と整合的な実証分析の結果が得られた。株主総会活性化企業の公表する業績予想の精度が
 高いという前章までの分析結果と合わせると、図表 8-3 に示された結果は、株式市場が株価形成
 をする際、より精度の高い業績予想が公表されている場合に、その業績予想への依存が強いこと
 を示唆している。

また、活性化ダミーそのものに対する回帰係数である β_5 が有意に正であったことは、株主総
 会が活性化していること自体に対して、株式市場がポジティブな評価を示していることを明らか
 にしている。この結果については少なくとも二つの解釈が可能であろう。まず、一つの解釈は、
 弥永（2001）の指摘するイメージ改善の効果である。投資家がイメージによって投資対象を決め
 ているのだとすれば、株主総会の活性化という現象に対して投資家が反応し、より需要が高まっ
 た結果として、その他の条件が等しい場合でも株価が高い、という現象を引き起こしたと考える
 こともできる。もう一つの解釈は、情報公開に伴う資本コストの減少効果である。Botosan and
 Plumlee（2002）、音川（2000）、須田・首藤・太田（2004）、内野（2005）などは、情報公開を積
 極的に行う企業ほど資本コストが低くなることを確認している。将来の業績に対する株式市場の

予想が同一であれば、資本コストの低下は、割引現在価値の上昇を生むことになる。活性化ダミーに対する回帰係数が有意に正となった理由については、今後の検討課題としたい。

図表 8-3 クロスセクショナル分析の結果

	株式時価総額
切片	-0.02 (-1.13)
純資産簿価	0.99 (31.77) **
経常利益	1.83 (12.47) **
次期予想利益	1.78 (10.40) **
活性化ダミー	0.11 (5.49) **
活性化ダミー×次期予想利益	0.86 (1.92) *
修正済みR ²	0.34
N	4,025

- ※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。
- ※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。
- ※ 株主総会活性化ダミーは、その企業の1991年～1999年における株主総会の平均所要時間の1.5倍より長く、かつ60分以上である場合に1をとるダミー変数である。
- ※ ダミー変数を除く各変数は期首の資産合計でデフレートしたうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。
- ※ 1%水準、5%水準で有意な値(片側検定)に、それぞれ**, *を付している。

8.2 株主総会の活性化と株式リターンの同調性

本節では、株式リターンの同調性 (synchronicity) という指標を用いて、株主総会活性化企業

に対する株式市場の反応を観察する。株式リターンの同調性は、個別企業の株式リターンに対する市場リターンの説明力、すなわち、いわゆる市場モデルの決定係数に基づいて計算される。個別企業の株式リターンと市場リターンとの同調性は、Morck *et al.* (2000), Jin and Myers (2006), Dasgupta *et al.* (2010)などによって、ディスクロージャーの有用性の代理変数として用いることが可能だと示されている。株主総会の活性化が、経営者が株主に対して意思疎通を図ろうとする意図の発現と見れば、株主総会活性化企業においては、株主総会以外の場においても、真摯なディスクロージャーが行われるであろうことを期待できる。前節までは、株主総会以外の場におけるディスクロージャーとして、経営者が開示する業績予想を取り上げた。本節では、株主総会活性化企業における、活性化前後の同調性の変化を比較することで、活性化前後のディスクロージャー全般の有用性の変化を検証する。

8.2.1 ディスクロージャーの有用性と株式リターンの同調性

Morck *et al.* (2000)やDasgupta *et al.* (2010)は、個別企業の株式リターンと市場リターンとの同調性を用いて、その企業の公表するディスクロージャーの質を測ることを提案している。Morck *et al.* (2000)は、いわゆる市場モデル、すなわち個別企業の株式リターンを市場全体のリターンに回帰させるモデルの説明力 (R^2) を指標として、株式市場同士の同調性を比較した。比較の結果、国内総生産 (Gross Domestic Product: GDP) の低い国では、個別企業の株式リターンと株式市場全体のリターンとの同調性が高い (市場モデルの R^2 が高い) 一方で、GDP の高い国では、同調性が低いことを確認した (p. 258)。時系列で比較した場合にも、米国市場における同調性が低下しつつある現象を確認した。Morck *et al.* (2000)は、GDP の低い国における同調性の高さの原因として、株式市場に対する政府の介入が強いために市場全体が一斉に動きやすいことを挙げ、そのような株式市場において、効率的市場を前提とした実証分析は困難であることを指摘した (p. 259)。

その後、Jin and Myers (2006)は、Myers (2000)を発展させてMorck *et al.* (2000)の観察した現象に対する追加的な検討をおこない、企業外部者に対する公表情報の不透明さ (opaqueness), すなわちディスクロージャーの有用性の低さが同調性の高さに結びついていることを、理論と実証の両面から明らかにした。Jin and Myers (2006)の理論モデルでは、企業の公表するディスクロージャーの有用性が低く、外部投資家はその企業について獲得する情報が少なければ、市場全体に影響を与える要因に依存した株価形成をおこなわざるを得なくなり、結果として、個別企業の株価の変動が市場全体の変動に同調する、という結論が導かれている。すなわち、ディスクロ

ージャーの有用性の高さ（低さ）が同調性の低さ（高さ）をもたらす、という構図である。

Morck *et al.* (2000)や Jin and Myers (2006)の主張に対し、Dasgupta *et al.* (2010)は正反対の結論を導いた。彼らの主張は以下のように展開される。すなわち、ある企業のディスクロージャーの有用性が高いということは、将来事象に関する情報の多くがすでに投資家に公表されていることを意味する。したがって、その情報に基づいて形成される株価は、すでに多くの将来情報（たとえば予想利益）を反映していることになる。その状態で、実績情報（たとえば実績利益）が開示されたとしても、そこから得られるサプライズはほとんどないため、その情報が持つ情報内容（information contents）は少ない。当然、実績情報に対する株価の反応は小さく、株式市場全体の動きに同調する割合が大きくなる。Dasgupta *et al.* (2010)は合わせて実証分析もおこない、主張と一貫する分析結果を得ている。これにしたがうと、ディスクロージャーの有用性の高さ（低さ）が同調性の高さ（低さ）をもたらすことになる。

このように、先行研究は、少なくとも一見すると相反する結論を主張している。もちろん、Morck *et al.* (2000)が株式市場や国家間の比較をおこなっているのに対し、Dasgupta *et al.* (2010)は同一市場に属する企業間の比較をおこなっていることや、同調性の測定方法についても、市場モデルの決定係数 (R^2) をそのまま用いていた初期の研究に対し、Dasgupta *et al.* (2010)はそれに改良を加えて、 $\log\left(\frac{1-R^2}{R^2}\right)$ を利用する⁷⁷など、先行研究における比較対象や検証方法が異なっていることによって結論が相反しているとも考えられる。さらに、本論文では、ディスクロージャーの有用性を測定する時点が異なっていることが、結論の相違に結びついているものと考え、Morck *et al.* (2000)や Jin and Myers (2006)の仮説に基づく分析をおこなう。この点については次節で検討する。したがって、その方向性についてはさらなる検討が必要だとしても、ディスクロージャーの有用性と株式リターンの同調性との間に関連性があることは、先行研究の一致した主張であるので、ここでは、株主総会活性化企業における株式リターンの同調性を分析することにする。

8.2.2 仮説の設定

本節では、株主総会活性化という事象を、株主と意思疎通を図ろうとする経営者の意思の一つの発現ととらえた上で、先行研究を応用する。仮説の設定にあたり、先行研究の、いずれの方向性を前提とするのか、すなわちディスクロージャーの有用性が高い場合に、同調性を高いと考え

⁷⁷ 同調性の測定方法の改良は、Piotroski and Roulstone (2004)の指摘に因るものである。

るのか低いと考えるのかを検討しなければならないが、本論文では、Morck *et al.* (2000)や Jin and Myers (2006)の主張、すなわち、ディスクロージャーの有用性と同調性の間の負の相関関係（ディスクロージャーの有用性が高い場合に同調性は低いという関係）を支持する。

検討のために、経営者による業績予想の開示を例に挙げる。ディスクロージャーの機会として業績予想を考えれば、たしかに、Dasgupta *et al.* (2010)の主張、すなわち、業績予想の精度が高ければ高いほど、実績値の公表時のサプライズが小さく、株価変動も小規模であり、したがって同調性が高くなるという考えは、実績値の公表時のみに着目すれば妥当と考える。しかし、業績予想の開示時点においても株価は変動しているはずである。業績予想の精度が高ければ、その開示時点で株式市場が受け取るサプライズは大きく、株価変動も大きくなるはずである。このことから、Dasgupta *et al.* (2010)の主張は、あくまで株価が変動するタイミングが異なる設定の下で、最後の（この例では実績値の）ディスクロージャーがなされた時点における同調性を観察したものと推測できる。

むしろ、実際のディスクロージャーにおいては、様々な情報が連続して、かつ同時に開示される。業績予想の開示についていえば、決算短信において、ある期の実績値が公表されるのと同時に翌期の予想値が公表される場合が多い。質の高いディスクロージャーがおこなわれていれば、確かに実績値の公表に対する株式市場の反応は小さい（その前後における市場リターンとの同調性は高い）だろうが、予想値の公表に対する株式市場の反応はむしろ大きい（同調性は低い）はずである。企業のディスクロージャーが一度限りではない以上、常に早く正確な情報が公表されるほうが、ある時点までのディスクロージャーの有用性は高い（株式市場にとってのサプライズが多い）ので、結果としてディスクロージャーの有用性の高い企業の株式リターンの同調性は低くなる、と考えるほうが妥当だろうと判断する。ディスクロージャーの有用性と定時株主総会の活性化が、いずれも株主と意思疎通を図ろうとする経営者の姿勢の発現であることを前提とすれば、本節で検証する仮説は、以下の仮説 8-3 となる。

仮説 8-3：定時株主総会の活性化が観察された企業においては、個別株式リターンと市場リターンとの同調性が低くなる

続いて、定時株主総会の活性化に関する測定尺度について検討する。前節までの各分析においては、株主総会の活性化について、所要時間に基づくダミー変数を用いた分析を進めてきた。しかし、ダミー変数を用いた分析では、サンプルを単純に二つに分けた分析をおこなうだけである

ため、必ずしも精緻な結果が導出されるわけではない。特に、本節での分析においては分析期間を長く設定し、2000年代後半も含んでいる。第4章において見たとおり、2000年代後半になると、株主総会に対する考え方も変化しており、これまでと同様の基準で活性化を判断すると、より多くの企業が活性化企業として分類され、比較が困難になる。そこで、本節では、所要時間をダミー変数化せずにそのまま利用して分析する。さらに、所要時間だけではなく、株主総会に出席した株主の割合（出席者割合）と質問数についても、株主総会活性化の代理変数として用いた分析をおこなう。したがって、具体的な検証仮説は、以下の仮説 8-3a～仮説 8-3c となる

仮説 8-3a：定時株主総会の所要時間が長い企業においては、個別株式リターンと市場リターンとの同調性が低くなる

仮説 8-3b：定時株主総会の出席者割合が高い企業においては、個別株式リターンと市場リターンとの同調性が低くなる

仮説 8-3c：定時株主総会での質問数が多い企業においては、個別株式リターンと市場リターンとの同調性が低くなる

8.2.3 実証分析のデータ

前節までの分析によると、企業規模や経営成績などが株主総会所要時間に影響することが判明している。具体的には、規模の大きい企業と経営成績の悪い企業の所要時間が長いことが確認されている。そこで、仮説 8-3 の検証に際し、これらの変数をコントロールする。また、株式リターンはリスクに応じて変化するため、リスクの指標である時価・簿価比率と負債比率についてもコントロール変数に含める。さらに、同調性の程度（レベル）そのものが企業・年度ごとによって異なることをコントロールするため、株主総会前の同調性もコントロールする。最終的に、本節で分析対象となるモデルは以下の (8-4) 式となる。

$$\begin{aligned}
 \text{株主総会前後の同調性の変化} &= \alpha + \beta_1 \text{株主総会活性化指標} \\
 &+ \beta_2 \text{株主総会前の同調性} + \beta_3 \text{負債比率} \\
 &+ \beta_4 \text{経営成績} + \beta_5 \text{企業規模} \\
 &+ \beta_6 \text{時価・簿価比率} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{8-4}$$

分析に際し、株主総会の活性化指標である株主総会所要時間、株主総会に出席した株主の割合（出席株主数÷前期末株主数）、株主総会での質問数、のデータを『資料版 商事法務』から手作業で抽出した。財務データおよび株価データは日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出した。個別株式リターンと市場リターンとの同調性については、個別企業の株価データと TOPIX の日次終値を基に、市場モデル ($R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon$) の決定係数 (R^2) を計算した。ただし、 R_{it} は i 社の t 日の株式リターン、 R_{Mt} は TOPIX の t 日のリターンである。

分析対象企業として、東京証券取引所第一部および第二部に上場している企業のうち、銀行・証券・保険・その他金融を除いた一般事業会社を選択した。さらに、3月末決算企業のみを対象としている。同調性の算定期間については、5月に決算短信が発表され、6月に株主総会が開催される企業が多いことから、株主総会前の同調性は各年1月1日から4月30日までのデータを用いて計算し、株主総会後の同調性は同年7月1日から10月31日までのデータを用いて計算した。株主総会後の同調性の値から株主総会前の同調性の値を差し引いた値が株主総会前後の同調性の変化の指標となる。

負債比率については、対象となる株主総会の直前の年次決算における負債合計を負債・純資産合計で除して求めた。経営成績の指標としては、経常利益を資産合計で除した値を利用している。さらに、企業規模については資産合計の自然対数値を、時価・簿価比率については5月末の株式時価総額（株価と発行済み株式総数の積）を直前決算期の純資産合計で除して求めた。なお、各変数について上下1%ずつを外れ値として分析から除外した。その結果、分析対象となったサンプル数は8,044社・年となった。外れ値を除外した後のサンプルに関する記述統計量および相関係数を図表 8-5 および図表 8-6 に示している。

図表 8-5 記述統計量

	平均	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
株主総会前の同調性	0.251	0.153	0.001	0.127	0.234	0.361	0.650
同調性の変化	0.014	0.143	-0.348	-0.085	0.013	0.115	0.371
所要時間	48.393	25.721	19	31	40	57	168
出席者割合	0.010	0.008	0.001	0.004	0.008	0.013	0.059
質問数	2.036	3.129	0	0	1	3	17
負債比率	0.544	0.202	0.100	0.392	0.554	0.697	0.958
経営成績	0.052	0.045	-0.121	0.023	0.044	0.075	0.234
企業規模	11.621	1.361	8.005	10.668	11.422	12.417	15.719
時価・簿価比率	1.394	0.901	0.328	0.805	1.148	1.705	7.807

※ 株主総会前の同調性は各年1月1日から4月30日までのデータを用いて計算し、株主総会後の同調性は同年7月1日から10月31日までのデータを用いて計算した。株主総会後の同調性の値から株主総会前の同調性の値を差し引いた値が株主総会前後の同調性の変化である。

※ 負債比率については、対象となる株主総会の直前の年次決算における負債合計を負債・純資産合計で除して求めた。経営成績の指標としては、経常利益を資産合計で除した値を利用している。さらに、企業規模については資産合計の自然対数値を、時価・簿価比率については5月末の株式時価総額(株価と発行済み株式総数の積)を直前決算期の純資産合計で除して求めた。

※ 各変数の上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 8-6 相関係数

	株主総会前 の同調性	同調性 の変化	所要時間	出席者割合	質問数	負債比率	経営成績	企業規模	時価・簿価 比率
株主総会前の同調性	1	-0.393	0.216	-0.121	0.136	-0.019	0.116	0.293	0.088
同調性の変化	-0.393	1	-0.028	-0.092	-0.004	0.040	-0.080	0.079	0.012
所要時間	0.168	-0.011	1	0.051	0.774	0.023	0.008	0.307	0.238
出席者割合	-0.105	-0.070	0.098	1	0.031	-0.168	0.186	-0.205	-0.048
質問数	0.108	0.007	0.836	0.126	1	0.000	0.091	0.231	0.232
負債比率	-0.017	0.037	0.073	-0.116	0.046	1	-0.476	0.192	0.076
経営成績	0.085	-0.061	0.016	0.165	0.051	-0.455	1	-0.038	0.457
企業規模	0.287	0.072	0.386	-0.187	0.316	0.215	-0.049	1	0.140
時価・簿価比率	0.033	0.012	0.193	0.027	0.207	0.085	0.400	0.081	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数、右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 株主総会前の同調性は各年1月1日から4月30日までのデータを用いて計算し、株主総会後の同調性は同年7月1日から10月31日までのデータを用いて計算した。株主総会後の同調性の値から株主総会前の同調性の値を差し引いた値が株主総会前後の同調性の変化である。

※ 負債比率については、対象となる株主総会の直前の年次決算における負債合計を負債・純資産合計で除して求めた。経営成績の指標としては、経常利益を資産合計で除した値を利用している。さらに、企業規模については資産合計の自然対数値を、時価・簿価比率については5月末の株式時価総額(株価と発行済み株式総数の積)を直前決算期の純資産合計で除して求めた。

※ 各変数の上下1%ずつを外れ値として除外している。

8.2.4 実証分析の結果

株主総会の質と株主総会前後の同調性の変化との間の関係を検証した分析結果を図表 8-7 に示している。(8-4) 式の β_1 の係数が有意に負であれば、仮説 8-3 は支持される。分析の結果、株主総会活性化指標として、所要時間、出席者割合、質問数のいずれを用いた場合においても、株主総会の活性化の程度が高い企業ほど、その企業の株式リターンの同調性が低いという結果になった。これは、仮説 8-3 と整合的な結果である。

分析結果から、活性化した(所要時間が長い、出席者割合が高い、質問が多い)株主総会が開催されると、その株主総会後には、個別株式リターンと市場リターンとの同調性が、株主総会前よりも下がること分かる。Morck *et al.* (2000)および Jin and Myers (2006)の主張を前提とすれば、同調性の低さはディスクロージャーの有用性の高さの代理変数であるので、株主総会の活性化が観察される企業ではディスクロージャーの有用性も高い、という結果になった。株主総会との関連で言えば、企業のコーポレート・ガバナンスの質と同調性を検証した Yu (2011)の結果

とも整合的である。

図表 8-7 株主総会活性化の指標と同調性の変化に関する分析結果

	株主総会活性化指標		
	所要時間	出席者割合	質問数
切片	0.08	4.41 **	-0.40
株主総会活性化指標	-0.02 **	-1.78 **	-0.18 **
株主総会前の同調性	-51.16 **	-52.59 **	-51.29 **
負債比率	-2.02 **	-1.91 *	-2.05 **
経営成績	-14.27 **	-8.37 *	-13.96 **
企業規模	2.51 **	2.25 **	2.51 **
時価・簿価比率	0.81 **	0.66 *	0.83 **
年度ダミー	あり	あり	あり
修正済みR ²	0.398	0.406	0.355

- ※ 株主総会前後の同調性の変化を被説明変数とした回帰分析の結果である。
- ※ 1%水準, 5%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *を付している。
- ※ 見やすさのため, 回帰係数は100倍している。
- ※ 株主総会前の同調性は各年1月1日から4月30日までのデータを用いて計算し, 株主総会後の同調性は同年7月1日から10月31日までのデータを用いて計算した。株主総会後の同調性の値から株主総会前の同調性の値を差し引いた値が株主総会前後の同調性の変化である。
- ※ 負債比率については, 対象となる株主総会の直前の年次決算における負債合計を負債・純資産合計で除して求めた。経営成績の指標としては, 経常利益を資産合計で除した値を利用している。さらに, 企業規模については資産合計の自然対数値を, 時価・簿価比率については5月末の株式時価総額(株価と発行済み株式総数の積)を直前決算期の純資産合計で除して求めた。
- ※ 各変数の上下1%ずつを外れ値として除外している。

8.3 まとめと今後の課題

本章では, 株主総会の活性化が観察された企業において, 精度の高い業績予想が公表されるこ

とを前提に、そのような企業に対して株式市場がどのような反応をするのか、という点を二つのアプローチで検証した。一つ目のアプローチは、株主総会活性化企業が開示する業績予想の、株式時価総額に対する説明力について、その他の企業が開示する業績予想の説明力と比較分析するものである。分析を通じて、株主総会活性化企業においては、過去の成果である当期利益の情報よりも、将来についての見通しを示す情報である次期予想利益の情報のほうが株式時価総額に対して高い説明力を有することを確認した。また、株主総会活性化そのものに対して、株式市場がポジティブな評価を示している（純資産簿価、当期利益、次期予想利益を所与としても、株主総会活性化企業の株式時価総額が高い）ことを観察した。

二つ目のアプローチは、株主総会の活性化の程度と株式リターンの同調性（いわゆる市場モデルの決定係数）との間の関係性について分析するものであり、両者に負の関係（株主総会の活性化が観察される企業では株式リターンの同調性が低い）が存在することを確認した。この分析結果は、Morck *et al.* (2000)およびJin and Myers (2006)の主張にしたがえば、株主総会の活性化の程度とその他の開示情報の（株主にとっての）有用性が関連を有することを示している。すなわち、株主総会の活性化の程度が高い企業では、その他の情報開示においても株主にとって有用な情報を提供している、ということの意味している。また、株主総会活性化の代理変数として、所要時間、出席者割合、そして質問数の3つの変数を用いたが、どの変数を用いた場合でも同じ結果が導けたことで、いずれの変数も株主総会活性化の程度を測定するための指標として機能することが確認できたといえる。

その一方で、課題も残されている。一つ目の分析において観察された、株主総会活性化企業が開示する業績予想の株式時価総額に対する説明力の高さは、前章までと同様、必ずしも因果関係を確認したわけではない。また、株主総会が活性化していること自体に対して株式時価総額の高さが観察された理由も明らかではない。

二つ目の分析においても、その分析結果は何らの因果関係を示していない。同調性の高さ（ディスクロージャーの質の低さ）が株主総会の活性化を呼び起こすのか、何か別の要因（たとえば経営者の交代や、主要株主の変更）によって株主総会の活性化とディスクロージャーの有用性の向上が同時に起こるのか、それぞれの事象が生じる順序や因果は明らかにされていない。また、そもそも同調性という指標が含意する状況について理論的な合意を得ているわけではなく、その測定尺度についても、理論的な導出や一致した見解が存在するものではない。

8.4 第4章から第8章までのまとめ

第4章から第8章までにおいて、定時株主総会に関する状況の変遷を振り返ったうえで、株主総会の活性化が観察された企業における会計情報の特徴や株式市場の反応を実証的に分析した。

まず、第4章では、わが国における定時株主総会が、1990年代には形骸化していたこと、それが1990年代後半から2000年代前半にかけて活性化（所要時間の長時間化、出席者数（割合）の増加、質問数の増加）し、現在までにそれが安定していることを示した。また、活性化の背景として、特殊株主（総会屋）の排除に成功したことと、株式持ち合い構造の縮小に伴う株主の多様化、特に外国人株主の増加によって、経営者が株主に真摯に向き合う必要性が増しつつあったことを明らかにした。

続く第5章では、全体として株主総会が形骸化していた1990年代においても活性化が観察されていた企業を対象に、活性化が観察された企業の特徴と、活性化が観察された翌年以後の株主総会および収益性の変化を検証した。分析の結果、規模が大きく、業績が悪い企業において株主総会の活性化が観察されることがわかった。さらに、株主総会の活性化が観察された企業では、その後の収益性が改善すること、そして、引き続き株主総会の活性化が観察されることを確認した。この結果は、これらの企業において株主と企業との対話が機能していたことを意味すると結論付けた。すなわち、日本版スチュワードシップ・コードの目指す状況がすでに体現されていた企業と言えるだろう。また、第6章以降において株主総会活性化の指標として用いた、所要時間、出席者数（割合）、質問数といった代理変数が、代理変数として機能することも確認することができた。

第6章および第7章では、徐々に活性化した企業が増えてきた2000年代前半を対象に、株主総会の活性化が観察された企業の公表する業績予想の精度が高いこと、そしてその精度の高さが裁量的発生項目を用いた経営者の裁量行動（実績値を予想値に近づける行動）によるものではないことを確認した。すなわち、これらの企業では、本来の意味での業績予想の精度の高さが観察された。

最後に、第8章では、精度の高い業績予想を公表する企業に対する株式市場の反応について、二つのアプローチを用いて観察した。分析の結果、過去の情報である当期利益の変化よりも、将来についての見通しを示す情報である次期予想利益に対して株価が反応していること、株主総会活性化の指標と株式リターンの同調性との間には負の関係が存在することを確認した。後者の分析結果は、Morck *et al.* (2000)およびJin and Myers (2006)の主張にしたがえば、株主総会の活性化の程度と、その企業の開示するディスクロージャー全般の有用性の高さが関連を有すること

を示している。すなわち、株主総会の活性化が観察される企業では、ディスクロージャー全般の有用性が高い、ということである。

以上の分析を通じ、株主総会の活性化の程度が、企業のディスクロージャーの有用性と関連性を有していること、そして、株式市場もそれを織り込んでいることが明らかになったものと考えられる。そこで、統合報告において開示すべき非財務情報の一つとして、株主総会関連情報を提案する。

第 3 部 環境対策活動に関する分析

第9章 企業の環境対策活動と企業価値

本章からは、統合報告において開示すべき二つ目の非財務情報として、企業の環境対策活動に関する情報の開示を提案する。本章では、企業がなぜ環境対策活動を行うべきなのか、という点について、正統性理論（legitimacy theory）とステークホルダー理論（stakeholder theory）の二つの理論をベースにして議論したうえで、企業の環境対策活動をめぐる先行研究について、実証研究を中心にレビューする。さらに、実証分析によって、企業の環境対策活動が企業価値に与える影響とその経路を明らかにする。

9.1 環境対策活動への関心の高まり

温室効果ガスの削減に対する初めての国際的取り組みであった京都議定書において、第一約束期間（2008年～2012年）の間に先進国が温室効果ガスの排出量を5%（対1990年比）削減することが合意された。しかし、京都議定書の対象は先進国に限られていたため、当時、大量排出国であった中国やインドは対象外であった。さらに、米国も後に脱退したため、「国際的」と呼ぶには対象国が限られた取り決めだったと言わざるを得ない。その後、温室効果ガスの排出に伴う地球温暖化への懸念が国際的に共有されるようになったことを受け、米国や途上国も含む形で「気候変動に関する国際連合枠組条約（United Nations Framework Convention on Climate Change: UNFCCC）」が設定され、その締約国会議（Conference of the Parties: COP）の場を通じて地球規模での対策が進んでいる。

日本は、京都議定書第一約束期間において、1990年比-6%という削減目標を設定した。この削減目標はEU等の削減目標（同-8%）は下回るものの、世界の先進国と肩を並べる目標を掲げていたと言える。しかし、2011年3月に発生した東日本大震災に伴う原子力発電所の事故の影響を受け、国内の原子力発電所がすべて停止するという状況に追い込まれた。その結果、2013年度の総排出量は13億9,500万トン（1990年比+10.6%）に達している⁷⁸。実際の排出量確定値の算出には、森林等吸収源の増加分や、京都メカニズムクレジットの取得分などが加味されるが、削減が順調に進んでいるとは言い難い状況にある。

国内の排出量を削減するためには、各個人が省エネに留意することも大切である。しかし、家

⁷⁸ 環境省「温室効果ガス排出量の現状等について（平成27年1月23日）」
(<https://www.env.go.jp/council/06earth/y060-124/ref05.pdf>), 2015年5月11日閲覧。

庭が直接排出する温室効果ガスは全体の 15.4%に過ぎず、産業部門（工場等）と業務その他部門（商業・サービス・事業所等）の排出量が半分以上を占めている⁷⁹ため、企業が排出する温室効果ガスを削減することが、国全体の排出量削減にとって不可欠である。その第一歩として、2006年4月1日から、温室効果ガスを相当程度多く排出する企業（特定排出者⁸⁰）に対し、その温室効果ガスの排出量を算定し、国に報告する制度が設けられた。これは、地球温暖化対策の推進に関する法律（いわゆる温対法）の規定に基づく制度である。同制度により、企業は、各事業所で排出する温室効果ガスの排出量を企業自ら認識することになった。現時点では、温室効果ガスの排出量を算定・報告する以上の義務はないが、排出量が可視化されることは、一部の企業が排出量の削減に向けた取り組みを始める契機にもなっている。

では、そもそも、企業はなぜ環境に配慮する取り組みをおこなうのであろうか。また、なぜその取り組みについて自発的なディスクロージャーをおこなうのであろうか。それらの動機を考える支柱として二つの理論がある。正統性理論（legitimacy theory）とステークホルダー理論（stakeholder theory）である。本論文では、温対法に基づく報告、すなわち強制開示がなされる下での分析をおこなうため、両理論のいずれに依拠しても検討する仮説に変化はない。一方、自発的ディスクロージャーに基づく分析をおこなっている先行研究については、この二つの理論のいずれに依拠するかによって、分析結果の解釈に影響が生じる場合がある。そこで、両理論について確認し、環境配慮に対する企業行動にどのような差異が出るのかを明らかにする。

Suchman (1975)は、正統性理論について、「企業の行動が、社会的に構築された規範、価値観、信念、および定義の中において望ましい、相応しい、または正しい」ものである場合に企業が存在を認められる、とする理論として説明する（p. 574）。企業が利潤を追求する存在であることを前提とすれば、企業に対して社会として何らかの要求をし、それに企業が応えることが必要ということである。従来の「企業の社会的責任（corporate social responsibility: CSR）」の考え方はこの正統性理論と軌を一にする。すなわち、企業が社会の一員として認められるためには、仮に企業の利潤に結びつかない活動であっても、文字どおりその「社会的責任」として社会に貢献する活動をすべきである、と考えられていた。したがって、CSR活動として、文化・芸術・教育等へ寄付等を通じた支援が多かった。

⁷⁹ 環境省「2013年度（平成25年度）の温室効果ガス排出量（確報値）について」

（http://www.env.go.jp/earth/ondanka/ghg/2013_kakuhou.pdf），2015年5月12日閲覧。

⁸⁰ 特定排出者は企業だけではなく、自治体や大学等の組織も含まれるが、ここでは企業のみを対象に議論するため、「温室効果ガスを相当程度多く排出する企業」と表現している。

環境配慮行動についていえば、社会が求める環境配慮行動を企業が（利益に負の影響を与えるという点において不本意だとしても）履行することで、企業の存在が正統と認められることになる。企業に環境配慮行動をさせるためには何をすべきか、という議論においては、しばしば「外部不経済の内部化」という表現が用いられるが⁸¹、この表現は正統性理論を前提としている。すなわち、何も規制が存在しなければ、利潤を追求すべき企業は環境に悪影響を与える企業活動をおこなってしまう（たとえば、環境への悪影響は少ないが高価である燃料を使用せずに、環境への負荷は大きい安価である燃料を使用する）ので、それによる社会全体の不効用を避けるためには、たとえば環境税を課すなど、企業に費用負担させるための規制が必要である、というロジックである。たしかに、河口（2004）は「90年代前半までは、『環境と経済は対立するもの』、というのが経済界の常識であった」ことを指摘しているし（p. 177）、経済協力開発機構（Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD）が1972年に採択した「環境政策の国際経済的側面に関する指導原則」において謳われている「汚染者負担原則（polluter-pays principle: PPP）」も外部不経済の内部化、という発想である。次章で検討するCO₂排出量の例で言えば、規制がない場合には、「CO₂排出量の多い企業のほうが、環境に負荷をかけるものの安価に製造できるために利益が増大することを通じて企業価値が高くなる」ということになるが、規制が作られることによって、「規制を遵守することが社会から正統性を認められる要件であるので、不本意ながらCO₂排出量を抑制する。ただし、そのための環境配慮行動にはコストが生じるため、CO₂排出量の多い企業の企業価値のほうが低くなる」ことになる。つまり、規制の有無によって、CO₂排出量と企業価値との間の関係性が正反対になる。

一方、ステークホルダー理論はより長期のコミットメントとして環境配慮行動をとらえる。Freeman（1984）が提唱したといわれるステークホルダー理論では、株主のことだけではなく多様なステークホルダー（環境もこれに含まれる）に対してバランスよく配慮することが企業の長期的な発展につながると主張している。近年のCSR活動の主張を見ると、このステークホルダー理論がベースになりつつなるように見える。たとえば、谷本（2004）は、CSR活動について、以下のように定義している（p. 5）。

企業活動のプロセスに社会的公正性や環境への配慮などを組み込み、ステイクホルダーに対しアカウンタビリティを果たしていくこと。その結果、経済的・社会的・環境的パフォーマンスの向上を目指すこと。

⁸¹ たとえば、阪（2001）や植田（2012）。

「その結果」という単語が示すとおり、環境への配慮と経済的パフォーマンスが同じ方向を向いていることがわかる。すなわち、「企業の利潤を犠牲にしてでも」環境に配慮すべきなのではなく、「企業の利潤につながるので」環境に貢献すべきなのである。いわば、企業と環境との Win-Win の関係⁸²が存在する、ということである。竹井（2010）も、CSR 活動に関する考え方が変遷し、現在では「本業と CSR の統合（CSR3.0）」という考え方になりつつあると主張している（pp. 162–181）。日本では、従来からステークホルダー理論に基づく経営が行われていたと考えられる。たとえば、近江商人の「三方よし（売り手よし・買い手よし・世間よし）」という考え方は、売り手（企業）だけが利潤を獲得すればよいというわけではない、ということの意味しているし、松下幸之助の「企業は社会の公器である。したがって、企業は社会とともに発展していくのでなければならない」という言葉も、企業と社会との共存の大切さを説いている。櫻井（2005）のいうコーポレート・レピュテーションの考え方も、さまざまなステークホルダーとの共生が持続可能な競争優位につながることを主張している。ステークホルダー理論に基づいて、CO₂排出量と企業価値との関係性を表現すると、「CO₂排出量の多い企業は、環境にとって負荷の高い企業であり、ステークホルダー・マネジメントに失敗している企業であるので企業価値が低くなる」ということになり、これは規制の有無と関係なく成立することになる。

本論文における検証は、環境配慮に関する規制がなされている期間における検証であるため、正統性理論とステークホルダー理論のいずれに依拠しても、最終的に導出される仮説そのものに変化はない。しかし、仮説導出までの過程においては、ステークホルダー理論に依拠する立場をとる。図表 9-1 は図表 1-1 のパネル A を再掲したものである。ここから、長寿企業において、株主以外のステークホルダーへバランスの取れた分配行動が観察されていることがわかる。すなわち、長期的視点に立った場合には、利潤のみを追求した企業ではなく、従業員、債権者、国へのバランス良い分配行動をした企業のほうがサステナビリティを維持しているということである。

「環境」もステークホルダーの一つであるので、環境との共存をすることが、少なくとも長期的には企業にとってプラスに機能すると考えられる。そこで、CO₂排出量の多い企業の企業価値が低いということと、そのような関係が観察される理由を明らかにする。さらに、次章では、現状において環境負荷の高い（CO₂排出量の多い）企業であっても、将来に向けたコミットメントが宣言されている場合には、CO₂排出量の多さに起因する企業価値の低さが緩和されることを確認する。

⁸² Porter（1991）も同様の主張をしている。

図表 9-1 長寿企業における分配の状況（図表 1-1 パネル A 再掲）

パネルA 分配率の構成

	N	株主分配率	労働分配率	金融費用 分配率	租税分配率
長寿企業	714	0.178	0.681	0.049	0.051
その他の企業	11632	0.247	0.461	0.043	0.043
Wilcoxon (両側検定)		-6.344 ***	9.848 ***	2.061 **	1.388

※ 株主分配額は当期利益，労働分配額は人件費，金融費用は支払利息，租税分配額は法人税等を用い，それらの合計額に対する分配割合を計算した。

※ 分析サンプル中の中央値を掲載している。そのため分配率の合計は1にならない。

※ *** は1%水準，** は5%水準，* は10%水準でそれぞれ有意であることを示している。

9.2 先行研究のレビューと仮説の導出

実証分析に先立ち，これまでの先行研究について，特に実証研究のレビューをおこなう。前節で述べたとおり，企業が（環境対策活動を含む）CSR 活動をおこなう動機をどの理論から検討するかによって，検証すべき仮説の方向性が異なってしまう。さらに，CSR 活動に関する報告書（環境報告書，CSR 報告書，サステナビリティ報告書など呼称は様々である）が自発的ディスクロージャーであることも仮説設定の困難さをもたらしている。すなわち，CSR 活動に関するディスクロージャーをおこなう動機についても，よって立つ理論によって変わってしまう。さらに，そもそも CSR 活動の質や CSR ディスクロージャーの質に関する明確な指標がないために，研究者が独自の指標を作って検証する場合も多く，指標そのものの信頼性に疑問が呈されることもある（Ma (2006)や Garcia-Castro *et al.* (2010)など）。その結果として，先行研究の分析結果は混在しており⁸³，必ずしも一つの方向性を示していない⁸⁴。

⁸³ これまでの先行研究のまとめについては，Allouche and Laroche (2005)や Beurden and Gössling (2008)などを参照。

⁸⁴ 中尾ら (2014) の研究では，社会環境報告書の記述的表現の分析を通じ，環境パフォーマンスが悪い企業の作成・公表する社会環境報告書においては，曖昧かつ楽観的な表現が用いられる傾向があることを発見している。一方で，環境パフォーマンスの良い企業の作成・公表する社会環境報告書において，確からしい（曖昧でない）表現が用いられるわけではないことも発

その中において、企業のおこなう環境活動の質と企業価値との関係を検証した研究については、結果が比較的一貫している。Cormier and Magnan (1997)は、カナダ環境省によって水の汚染が報告された企業について検証し、汚染水準が高いほど株価が下落することを示している。同様に、Hughes (2000)は大気汚染について、Konar and Cohen (2001)と King and Lenox (2002)は有害化学物質の排出について検証し、それぞれ、大気汚染物質である二酸化硫黄 (SO₂) の排出量が多い企業、化学物質排出量の多い企業の企業価値が有意に低いことを観察している。このほか、Garber and Hammitt (1998), Graham *et al.* (2001), Al-Tuwajiri *et al.* (2004), Bae and Sami (2005)なども、環境負荷の高い企業の企業価値が低いことを発見している。検証結果は、全般的に、環境負荷の高い企業について株式市場がネガティブな評価をおこなっていることを示している。

ただし、これらの研究には、大きく二つの問題が残されている。一つ目は分析対象となる企業や業種が限定されているという問題である。Cormier and Magnan (1997)の検証は、汚染の極端な企業を対象にした分析であるためサンプル数が少ない。Hughes (2000), Konar and Cohen (2001), King and Lenox (2002)の分析も特定の有害物質を多く排出している企業を対象にしているために業種が限定されている。本論文では、すべての企業が排出している温室効果ガスとして二酸化炭素 (CO₂) を検証対象とすることで、より広範な分析を可能にしている。

二つ目の問題点は、Cormier and Magnan (1997)などの一部を除き、自発的ディスクロージャーによって開示されたデータに基づいた分析がおこなわれている点である。ディスクロージャーの動機として、環境負荷の高い企業が自社の正統性を主張するためにディスクロージャーをおこなうことを仮定すれば、自発的ディスクロージャーをおこなっている企業は、環境負荷の高い企業に限定されることになる。逆に、環境負荷の高い企業が自社の不利な情報を隠すためにディスクロージャーをしないことを仮定すると、自発的ディスクロージャーをおこなっている企業は、環境負荷の低い企業に限定される。このことは、環境負荷の高低と企業価値の大小を正しく比較できないことを示唆している。

2006年に改正された温対法の規定により、温室効果ガスを年間 3,000 トン (CO₂換算⁸⁵) 以

見した。すなわち、パフォーマンスの質とディスクロージャーの質との間に非線形関係があることになり、これまでの先行研究の結果が混在している原因が、線形関係を仮定しているためである可能性を示唆している。

⁸⁵ 温対法の対象となる温室効果ガスは、CO₂のほか、メタン、一酸化二窒素 (N₂O)、HFC、PFC、SF₆の6種類 (通称6ガス) であるが、その排出量は、温室効果の強さを示す地球温暖化係数によってCO₂に換算されるため、以下ではこの換算量を用いる。

上排出し、従業員数が 21 人以上である事業所は、2006 年度分より、温室効果ガス排出量を算定し、国（環境省・経済産業省）に対して毎年報告することが義務付けられた。国は、報告されたデータを集計して公表しているため、世界ではじめて、網羅的な企業の排出量データが入手可能になった。このデータを用いた初めての分析が、日本会計研究学会平成 19・20 年度特別委員会（広瀬義州委員長）最終報告書に掲載されている。本論文でも、温対法に基づいて企業が集計・報告する CO₂ 排出量を用いることで、一定以上の CO₂ を排出している企業すべての分析対象とする。

以上のように、すべての企業に関連する排出物質であり、かつ集計・報告が義務化された CO₂ データを用いることで、先行研究よりも普遍的な分析結果が得られるものと考えられる。検証対象とする仮説は以下のとおりである。

仮説 9-1：CO₂ 排出量と企業価値の間には負の関係が存在する

9.2.1 クロスセクションの比較

本章では、これまで同様、Ohlson (2001) モデルをベースにした検証をおこなう。なお、当期の残余利益の代理変数として当期の経常利益を、残余利益の持続性の代理変数として次期予想利益を、そして翌期以降の残余利益に影響を与える「その他の情報」の代理変数として CO₂ 排出量総量を用いる。さらに、一時的な景気後退や生産調整によって排出量が減少するという、環境対策活動の成果ではない排出量の増減を調整するため、売上高一単位あたりの CO₂ 排出量にも着目して分析をおこなう。したがって、実際に検証する仮説は、仮説 9-1a および仮説 9-1b となる。それぞれ、(9-1) 式における β_4 および (9-2) 式における β_5 の係数が有意に負であれば仮説が支持される。

仮説 9-1a：CO₂ 排出量総量と企業価値の間には負の関係が存在する

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_4 \text{CO}_2 \text{排出量総量} + \varepsilon \end{aligned} \tag{9-1}$$

仮説 9-1b：売上高一単位あたりの CO₂ 排出量と企業価値の間には負の関係が存在する

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_5 \text{売上高一単位あたりCO}_2\text{排出量} + \varepsilon \end{aligned} \quad (9-2)$$

本章では、さらに、排出量の削減状況と企業価値の変化に関する分析もおこなう。国や一般社会からの要請を受け、CO₂排出量削減に取り組む企業も増えている。そのことを前提とすれば、CO₂排出量に対する株式市場の評価は、その絶対量に対してもなされるであろうが、過去との比較においてもなされるはずである。排出量削減の測定に際し、単なる業績の変化による排出量の増減の影響をコントロールするため、排出量総量の変化に関する分析はおこなわずに、売上高一単位あたりの排出量の変化に関する分析をおこなう。したがって、分析対象となる仮説は仮説 9-1c である。以下の (9-3) 式における β_{14} の係数が有意に負であれば仮説が支持される。

仮説 9-1c：売上高一単位あたりの CO₂ 排出量の変化と企業価値の変化との間には負の関係が存在する

$$\begin{aligned} \Delta \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_{11} \Delta \text{純資産簿価} + \beta_{12} \Delta \text{経常利益} + \beta_{13} \Delta \text{次期予想利益} \\ & + \beta_{14} \Delta \text{売上高一単位あたりCO}_2\text{排出量} + \varepsilon \end{aligned} \quad (9-3)$$

9.3 データとサンプル

本章では、企業の CO₂ 排出量として、温暖化対策推進法による事業所別温室効果ガス排出量の 2006～2008 年度のデータを企業ごとに集計したデータ（複数の事業所がある場合にはその合計値）を用いる。温室効果ガス排出量を報告している上場企業数は、2006 年度に 1,085 社、2007 年度に 808 社、そして 2008 年度に 1,057 社である。ここで入手可能な CO₂ 排出量データは事業所ごとに作成されているため、いわば個別企業ベースの数値である。一方、少なくとも近年において、株式時価総額が単独決算数値よりも連結決算数値と強い関連性を有することは明白であ

る。そのため、公表されている CO₂ 排出量に対して資産合計に基づく連単倍率を乗じること⁸⁶で、利用する変数がすべて連結決算ベースになるよう調整している。

財務データと株価データは日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出した。本章での分析は、CO₂ 排出量の相対的に多い製造業のみを対象としている。製造業であるか非製造業であるかの分類は日経業種分類コードにしたがった。さらに、業種ごとに CO₂ の排出形態が異なることを考慮し、業種ダミーを加えている。また、売上高一単位あたりの CO₂ 排出量の計算には、翌年度の売上高を用いた。株式時価総額およびすべての財務データは期末の資産合計でデフレートしている。株式時価総額、純資産簿価、経常利益、次期予想利益、および CO₂ 排出量について対数変換するとともに、上下 1% ずつを外れ値として分析対象から除外した。分析に必要な変数がそろわない企業も除外した。以上の結果、クロスセクショナル分析（排出量総量）については 1,094 社・年が、クロスセクショナル分析（売上高一単位あたり排出量）については 1,097 社・年が、排出の変化に基づく分析については 568 社・年が分析対象となった。それぞれの記述統計量および相関係数について、図表 9-2 および図表 9-3 に示している。なお、VIF 値の確認をおこなったところ、すべての説明変数間の VIF 値が 3 未満であった。したがって、多重共線性の問題は発生しないものとする。

⁸⁶ 単独決算ベースの数値を連結決算ベースの数値に換算するための連単倍率については、必ずしも資産合計の連単倍率を利用する必然性はないため、売上高、経常利益、当期利益による連単倍率を用いた場合についても分析し、ここでの議論に大きな変化がないことを確認している。

図表 9-2 記述統計量

パネルA: クロスセクショナル分析(CO₂排出量総量)のデータ(N=1,094)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.639	0.624	-1.055	-0.656	-0.208
純資産簿価	-0.764	0.410	-1.017	-0.716	-0.461
経常利益	-2.943	0.712	-3.327	-2.861	-2.445
次期予想利益	-3.220	0.851	-3.724	-3.147	-2.568
CO ₂ 排出量総量	-0.950	1.338	-1.798	-1.058	-0.148

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

パネルB: クロスセクショナル分析(売上高一単位あたり排出量)のデータ(N=1,097)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.642	0.624	-1.056	-0.659	-0.212
純資産簿価	-0.766	0.410	-1.018	-0.718	-0.464
経常利益	-2.944	0.710	-3.327	-2.861	-2.450
次期予想利益	-3.221	0.851	-3.727	-3.148	-2.572
一単位あたりCO ₂ 排出量	-0.899	1.350	-1.729	-1.024	-0.098

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

パネルC: 排出量の変化に関する分析のデータ(N=568)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
△株式時価総額	-0.314	0.215	-0.482	-0.316	-0.177
△純資産簿価	-0.008	0.117	-0.070	-0.015	0.052
△経常利益	-0.224	0.680	-0.652	-0.357	-0.021
△次期予想利益	0.171	1.504	-0.641	-0.109	0.389
△CO ₂ 排出量	0.085	0.246	-0.046	0.044	0.167

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 9-3 相関係数

パネルA: クロスセクショナル分析(CO₂排出量総量)のデータ(N=1,094)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	CO ₂ 排出量総量
株式時価総額	1	0.524	0.688	0.585	-0.284
純資産簿価	0.522	1	0.358	0.235	-0.136
経常利益	0.655	0.360	1	0.663	-0.107
次期予想利益	0.559	0.211	0.585	1	-0.081
CO ₂ 排出量総量	-0.262	-0.116	-0.072	-0.063	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である.

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している.

パネルB: クロスセクショナル分析(売上高一単位あたり排出量)のデータ(N=1,097)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	一単位あたりCO ₂ 排出量
株式時価総額	1	0.520	0.653	0.559	-0.200
純資産簿価	0.522	1	0.358	0.211	-0.041
経常利益	0.686	0.356	1	0.587	-0.077
次期予想利益	0.586	0.235	0.665	1	-0.064
一単位あたりCO ₂ 排出量	-0.212	-0.044	-0.112	-0.077	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である.

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している.

パネルC: 排出量の変化に関する分析のデータ(N=568)

	Δ株式時価総額	Δ純資産簿価	Δ経常利益	Δ次期予想利益	ΔCO ₂ 排出量
Δ株式時価総額	1	0.339	0.542	0.614	-0.251
Δ純資産簿価	0.307	1	0.444	0.203	-0.065
Δ経常利益	0.478	0.381	1	0.423	-0.289
Δ次期予想利益	0.376	0.073	0.253	1	-0.332
ΔCO ₂ 排出量	-0.182	-0.014	-0.157	-0.181	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である.

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している.

9.4 分析結果

図表 9-4 は分析結果を示している。クロスセクショナル分析では、純資産簿価、経常利益、次期予想利益を所与として、排出量の多い企業に対して株式市場が統計的に有意に低い評価を与えていることが観察され、仮説は支持された。これは、CO₂排出量について排出量総量を用いた場合も売上高一単位あたり排出量を用いた場合も同じ結果であった。また、排出量の変化に着目した分析においても、純資産簿価、経常利益、次期予想利益のそれぞれの変化を所与としても、売上高一単位あたりの CO₂ 排出量が増えた（減った）企業に対して、株式市場がネガティブな（ポジティブな）評価をおこなっていることとする仮説が支持された。

図表 9-4 分析結果

パネルA: 排出量総量に基づく分析結果

株式時価総額	
切片	0.99 (10.66) **
純資産簿価	0.46 (12.85) **
経常利益	0.33 (12.36) **
次期予想利益	0.15 (7.85) **
CO ₂ 排出量	-0.04 (-3.53) **
業種ダミー	あり
年度ダミー	あり
修正済みR ²	0.66
N	1,094

※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 各変数は期末の資産合計で資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ **, *, †を付している。

パネルB: 売上高一単位あたり排出量に基づく分析結果

株式時価総額	
切片	0.99 (10.62) **
純資産簿価	0.47 (13.17) **
経常利益	0.32 (12.13) **
次期予想利益	0.15 (7.94) **
CO ₂ 排出量	-0.02 (-2.50) *
業種ダミー	あり
年度ダミー	あり
修正済みR ²	0.66
N	1,097

※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 各変数は期末の資産合計で資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ **, *, †を付している。

パネルC： 排出量の変化に関する分析結果

	Δ 株式時価総額 (= 株式リターン)
切片	-0.33 (-11.40) **
Δ 純資産簿価	0.26 (3.19) **
Δ 経常利益	0.09 (5.74) **
Δ 次期予想利益	0.02 (2.79) **
Δ CO ₂ 排出量	-0.06 (-2.15) *
業種ダミー	あり
年度ダミー	あり
修正済みR ²	0.43
N	568

※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 各変数は期末の資産合計で資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ **, *, † を付している。

9.5 本章のまとめと今後の課題

本章では、喫緊の課題である環境問題を取り上げ、企業が排出するCO₂に対して、株式市場がどのような反応をしているかについて確認した。企業の環境配慮活動に対する株式市場の反応を検証した多くの先行研究では、主としてデータ入手の制約から、業種やサンプル数が限定されていた。また、自発的ディスクロージャーに基づく情報を用いた分析では、ディスクロージャーをするという意思決定をおこなった段階で、その企業の特徴が表れてしまう、いわゆるサンプリング・バイアスの問題も生じていた。本章における分析は、強制開示に基づくデータを利用してい

ることからサンプル数も多く、またサンプリング・バイアスの問題も生じていないため、より一般的な状況を確認したと言える。

一方で、本章における分析にも課題が残されている。その一つは情報源としての有用性である。温対法に基づく CO₂ 排出量情報の開示については、各年度の終了後、国による集計結果が公表されるまでに時間を要し、初年度の集計結果が公表された 2008 年 3 月であった。その後も、集計結果の公表までに要する時間が延び続け、2012 年度の排出量の集計結果は 2015 年 6 月に公表されている。本章の分析結果は、各年度の終了後ただちに、投資家が CO₂ 排出量情報を株価形成に織り込んでいることを示唆している。したがって、本来の情報源は国による集計結果以外のものであることが想定される。その情報源に基づく分析をおこなうことで、さらに精緻な分析が可能になると考える。

また、因果関係の問題も残されている。株式時価総額が高く、資金調達に余裕のある企業が環境対策を進めている（CO₂ 排出量が少なくなる）という因果関係も可能であるため、コントロール変数を増やすなどの対応を検討したい。さらに、年度による差異の分析も必要だと考える。環境対策活動については、国際的な状況も変化し続けているし、わが国の対応も年度ごとに異なっている。本章における分析では、年度ダミー変数を回帰分析に組み込むことで、年度間の違いを考慮しているが、その違いが何に起因するのかに関する分析も必要であろう。

さて、本章での分析結果は、各企業の環境負荷の高さに対し、株式市場が負の評価を与えていることを示している。しかし、各企業の環境負荷の高さは、環境対策活動を通じて改善することもある（もちろん、逆の場合もある）。企業価値がその企業の将来の利益やキャッシュフローに基づいて決まることを前提とすれば、環境負荷の高さについても、評価時点における環境負荷の高さだけではなく、将来における改善（または悪化）の方向性に基づいた価格づけがなされると考えるのが自然である。すなわち、現状の環境負荷が高い企業であっても、将来の環境負荷低減に向けたコミットメントを示しているのであれば、株式市場がそれを考慮した評価をおこなう可能性がある。

この場合、企業が将来の環境対策に関するコミットメント（将来の環境負荷を低減させるとする意思表示）に関する開示をおこなうことによって、仮説 9-1 で検証した、CO₂ 排出量と株式時価総額との負の関係が弱くなると予想される。この点については、企業の将来の環境対策に関するコミットメントと考えられる複数の指標を用い、そのようなコミットメントの開示をおこなった企業における CO₂ 排出量と株式時価総額との負の関係について次章で検討する。また、仮説 9-1 に関する実証分析の結果については、CO₂ 排出量削減へ向けた企業の行動が、少なくとも短

期的な利益やキャッシュフローの減少をもたらすであろうことを考えれば、必ずしも直感的に理解可能ではないかもしれない。この点について、第 11 章では、サステナビリティ・バランスト・スコアカード (sustainability balanced scorecard: SBSC) の考え方をを用いて、CO₂排出量を削減へ向けた企業の行動が企業価値の高さに結びつくまでの経路分析をおこなう。

第 10 章 企業の環境対策へのコミットメントと企業価値

前章では、企業の CO₂ 排出量と企業価値の関係について実証分析をおこなった。分析の結果、CO₂ 排出量と企業価値との間には負の関係（CO₂ 排出量の多い企業の企業価値は低い）が観察された。この結果は、CO₂ 排出量総量を用いたクロスセクショナル分析、売上高一単位あたり CO₂ 排出量を用いたクロスセクショナル分析、さらに売上高一単位あたり CO₂ 排出量の変化に基づく分析のいずれにおいても同様であった。

本章では、企業が将来の環境負荷低減に向けたコミットメントを示している場合に、株式市場がそれを考慮した評価をおこなうか否かを検証する。Campbell *et al.* (2003) は、化学物質を多く排出していても、財務諸表に環境負債をきちんと認識したり、関連情報を開示したりする企業については、投資家が企業に抱く将来の不確実性を低減させ、株価の下落の程度を緩和する効果があることを示している⁸⁷。それを前提とすれば、現時点において環境負荷が高い企業であっても、将来の環境負荷低減に向けたコミットメントを設定し、それに関するディスクロージャーをおこなうことによって、前章で検証した、CO₂ 排出量と企業価値との負の関係が弱くなると予想されるため、これについて実証分析をおこなう。

10.1 企業の環境対策へのコミットメントとディスクロージャー

前章では、環境負荷の高い企業の企業価値が低いことについて、CO₂ 排出量を用いた分析を通じて確認した。しかし、企業価値が将来の利益やキャッシュフローに依存して決まる、すなわち現時点の利益やキャッシュフローの値と、その持続性の双方に依存して決まるのだとすれば、環境負荷についても同様の想定が可能である。この場合、現状での環境負荷が高かったとしても、将来の環境負荷が低くなることについてそれなりの確信が得られるのであれば、それに相当する企業価値の減少は食い止められることになり、株式市場もそれを織り込んだ価格づけをおこなうはずである。本章では、将来の企業のコミットメントの表明として、①気候変動情報開示基準審議会（climate disclosure standards board: CDSB）の事務局であるカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（carbon disclosure project: CDP）がおこなうアンケートへの回答、②自主参加型国内排出量取引制度（Japan's voluntary emissions trading scheme: JVETS）への参加、③JVETS 以外の国内排出量取引制度への参加、④CO₂ 排出量削減中期計画の策定、そして⑤

⁸⁷ 財務会計における環境情報の開示については植田（2012）を参照。

ISO14001 の認証取得, の 5 つを利用し, 現在の環境負荷を所与とした場合に, 将来の環境対策へのコミットメントに関するディスクロージャーが企業価値に与える影響を検証する. 本章で検証する仮説は以下の仮説 10-1 で表される.

仮説 10-1 : 将来の環境対策に関するコミットメントを開示する企業では, CO₂ 排出量と株式時価総額との間の負の関係が弱い

10.1.1 カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトのアンケート

投資家や環境関連団体らによるコンソーシアムである CDSB は, 企業に対し, 環境対策に関する情報を投資家の立場から呼びかけている. CDSB の作成した「気候変動報告フレームワーク」(CDSB 2010) では, 環境対策情報を制度開示に取り入れることを提案している. CDSB の技術作業部会のメンバーである日本公認会計士協会も, 「投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置づけ (経営研究調査会研究報告第 38 号)」を公表し, 環境対策活動に関する情報を含むサステナビリティ情報の制度開示へ向けた取り組みを提案している. CDSB の事務局である CDP は, 2002 年以降, 企業に対し環境対策活動に関するアンケート調査を毎年実施し, その回答内容を公表している. Kolk *et al.* (2008) は, CDP によって情報開示が促進されたことについて, 投資家からの支持が得られていることを主張している (p. 741).

CDP へのアンケート回答結果が開示されることによって, 投資家は, その企業の今後の環境対策に関する一定の理解をすることが可能になる. 仮に, その時点で CO₂ 排出量が多かったとしても, CDP へのアンケートへ回答することによって, その企業が排出する CO₂ から生じる将来のリスク要因が特定されるとともに, 排出削減計画・目標・戦略等が示されるため, 投資家も信頼感を持って, その企業の将来の CO₂ 排出量の削減, およびそれに影響される業績を推測することが可能となる. その結果, 前章で観察された CO₂ 排出量と企業価値との負の関係は弱まると考えられる. これを反映させた仮説は以下の仮説 10-1a となる.

仮説 10-1a : CDP の実施するアンケートに回答する企業では, CO₂ 排出量と株式時価総額との間の負の関係が弱い

10.1.2 自主参加型国内排出量取引制度 (JVETS) への参加

JVETS は, 環境省が 2005 年度から実施した制度であり, 2013 年 11 月に終了するまで, 7 期

間の事業（最終の採択は2011年度）がおこなわれた⁸⁸。その目的は、①国内排出量取引制度に関する知見・経験の蓄積と、②温室効果ガスの確実かつ費用効率的な削減、とされている。JVETSは自主的な参加を前提とし、参加する事業者がCO₂排出量の削減目標を設定したうえで、排出量取引も活用した目標達成を目指す制度である。7期の事業期間中に367事業所（のべ389事業所）が参加した。1期が3年で実施され、設備整備期間とされる初年度に参加者の採択と基準年度排出量の算定・検証が、排出削減対策実施期間とされる2年度目にはCO₂排出量の削減対策と排出量のモニタリングがおこなわれる。そして、調整期間とされる3年度目に、排出量の算定・検証をおこなったうえで、必要に応じて排出枠の取引を通じて排出削減目標を達成する、という仕組みである。

この制度に自主的に参加しようとする企業については、相応の確信を持って、将来のCO₂排出量削減が見込まれることが想定されるため、参加した事業者については、前章で観察されたCO₂排出量と企業価値との負の関係は弱まると考えられる。これを反映させた仮説は以下の仮説10-1bとなる。

仮説 10-1b : JVETS に参加する企業では、CO₂ 排出量と株式時価総額との間の負の関係が弱い

なお、JVETSにおいては、（目標保有参加者タイプAと呼ばれる）一部の事業者に対して、目標達成時の排出枠の売却益を目指すことが可能なだけでなく、排出抑制設備の整備に対する補助金も支給される制度となっていた。この場合、JVETSに参加するという表明は、環境対策活動に対する将来のコミットメントを示したものではなく、設備補助の申請の意味合いになってしまいう可能性がある。そうであれば、株式市場が、JVETSを環境対策に関する企業のコミットメントとは評価せず、仮説10-1bを支持する実証結果にはならないことが想定される。また、専ら排出枠の取引のみを行なう（取引参加者と呼ばれる）事業者も参加したが、商社を中心とするそれら事業者は、自社のCO₂排出量を削減するインセンティブを有しないため、本章での分析対象とはしない。

⁸⁸ 本節におけるJVETSの制度の内容等については、環境省の「自主参加型国内排出量取引制度（JVETS）総括報告書」（<http://www.env.go.jp/earth/ondanka/det/jvets/gr-main.pdf>, 2015年5月17日閲覧）に基づいている。

10.1.3 国内排出量取引制度への参加

2008年10月には、国内排出量取引制度（排出量取引の国内統合市場の試行的実施）が開始された⁸⁹。国内排出量取引制度は、企業等が設定した削減目標の超過達成分（排出枠）や、中小企業や森林バイオマス等に係る削減活動に追加的な削減分であるクレジットを取引するための制度である⁹⁰。これにより、市場メカニズムを活用して、技術開発や削減努力を促すことを目指している。2008年度目標設定参加者については、521社が参加申請をおこなった。試行排出量取引スキームは、補助金を支給するJVETSとは異なり、純粋に自主目標設定と超過達成分の売却を促す制度であるため、将来のCO₂排出量削減へのコミットメントを示す機会として考えられる。したがって、同制度に参加した事業者については、前章で観察されたCO₂排出量と企業価値との負の関係は弱まると考えられる。これを反映させた仮説は以下の仮説10-1cとなる。

仮説 10-1c : 国内排出量取引制度（JVETS を除く）に参加する企業では、CO₂排出量と株式時価総額との間の負の関係が弱い

10.1.4 自主的な中期計画の策定・ISO14001 認証の取得

現状での環境負荷の高い企業が、排出量取引制度への参加と同様に、将来の削減に向けたコミットメントを示す方法として、自主的にCO₂排出量削減計画を策定する方法がある。特に、中期計画を策定して具体的な対策を提示できる企業は、将来的にCO₂排出量の削減を達成できる可能性が高いと考えられる。

また、CO₂排出量を削減するためには、企業全体で、かつ継続的な取り組みが必要であり、そのためには環境マネジメントシステムの構築が求められる。このことから、環境マネジメントシ

⁸⁹ 本節における国内排出量取引制度の概要およびその成果については、環境省「排出量取引の国内統合市場の試行的実施—国内排出量取引制度—」

(<http://www.env.go.jp/earth/ondanka/det/dim/trial.html>, 2015年5月17日閲覧), 環境省「排出量取引の国内統合市場の試行的実施について」

(<http://www.env.go.jp/earth/ondanka/det/dim/trial/doc081021.pdf>, 2015年5月17日閲覧) および経済産業省・環境省「試行排出量取引スキーム 2008年度目標設定参加者実績等について」(http://www.env.go.jp/earth/ondanka/det/dim/trial/result-fy08_0912.pdf, 2015年5月17日閲覧) に基づいている。

⁹⁰ 排出量取引に関する財務会計上の取り扱いについても新たな制度設計がなされた。本試行を受けて、2009年6月には、企業会計基準委員会から、改正実務対応報告第15号「排出量取引の会計処理に関する当面の取扱い」が公表されている。その具体的な内容および留意点については、阿部（2009）を参照のこと。

システムの国際規格である ISO14001 の認証を取得した企業については、その認証取得時に相当の審査を受けて認められているのであるから、将来の CO₂ 排出量削減に至る可能性が高いと考えられる。

したがって、CO₂ 排出量に対する中期削減計画を策定している企業、および ISO14001 の認証を取得している企業については、前章で観察された CO₂ 排出量と企業価値との負の関係は弱まると考えられる。これを反映させた仮説は以下の仮説 10-1d および仮説 10-1e となる。

仮説 10-1d : CO₂ 排出量に関する中期削減計画を策定している企業では、CO₂ 排出量と株式時価総額との間の負の関係が弱い

仮説 10-1e : ISO14001 の認証を取得している企業では、CO₂ 排出量と株式時価総額との間の負の関係が弱い

10.2 分析モデルとデータ

本章においても、前章同様、Ohlson (2001)モデルに依拠した分析をおこなう。すなわち、純資産簿価、当期の経常利益、次期予想利益を所与とし、さらに現状の環境負荷の代理変数としての CO₂ 排出量もコントロールしたうえで、仮説 10-1a～仮説 10-1e までにおいて示した、将来の環境対策へ向けた企業のコミットメントが企業価値に与える影響を明らかにする。本章における分析モデルは以下の (10-1) 式となる。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_4 \text{CO}_2 \text{排出量} + \beta_5 \text{企業のコミットメント} + \varepsilon \end{aligned} \quad (10-1)$$

さらに、CDP の実施するアンケートへの回答の有無に基づく検証 (仮説 10-1a) については、その回答の有無が、CO₂ 排出量と企業価値との間の負の関係に与える影響を観察するため、企業のコミットメントと CO₂ 排出量との交差項も含めた、以下の (10-2) 式も検証する⁹¹。

⁹¹ 仮説 10-1b～仮説 10-1e の分析については、次節において述べるとおり、分析期間が 1 年間に限定され、その影響でサンプル数が少ないことから、交差項を含めた分析についてはおこなっていない。

$$\begin{aligned}
\text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\
& + \beta_4 \text{CO}_2 \text{排出量} + \beta_5 \text{企業のコミットメント} \\
& + \beta_6 \text{CO}_2 \text{排出量} \times \text{企業のコミットメント} + \varepsilon
\end{aligned}
\tag{10-2}$$

本章の分析は、東京証券取引所第一部および第二部に上場する企業のうち、銀行・証券・保険・その他金融を除いた一般事業会社から、CO₂排出量データの集計方法の異なるエネルギー部門（電力・ガス）を除いた企業を対象としている。また、3月期決算企業に限定している。

CO₂排出量データについては、前章同様、温暖化対策推進法（温対法）による事業所別温室効果ガス排出量データを企業ごとに集計した。仮説 10-1a の検証に際しては 2006～2008 年度の 3 年度分のデータを用いた。同期間に排出量データを報告している上場企業数は、年度の順に、1,085 社、808 社、1,057 社である。前章同様、個別企業ベースの CO₂ 排出量を、資産合計に基づく連単倍率を用いて連結決算ベースの CO₂ 排出量に変換している⁹²。

CDP の実施するアンケートへの回答企業については、2006 年～2008 年中に、日本の 150 社（各年）に対して送付されたアンケートへの回答状況を、各年の日本版 Carbon Disclosure Project Report から抽出した。回答した企業数は、各年、96 社、111 社、111 社であった。なお、ここでは、回答した企業に、回答するだけの対策が備わっているものと仮定し、その回答内容についての分析はおこなわず、回答の有無のみを集計している。ただし、このアンケートは、CDP 側が企業規模等に基づいて選択した 150 社のみを送付されている。したがって、回答していない企業には、「そもそもアンケートを受け取っていない企業」と「アンケートを受け取ったものの回答しなかった企業」が含まれる。前者については、相応の対策が策定されている企業、すなわち、アンケートが送付されていれば回答できたであろう企業も含まれるが、その企業を特定することはできないため、ここでは、「アンケートが送られてきて、かつ回答した」企業のみを、コミットメントを示した企業として分析している。

仮説 10-1b～仮説 10-1e の検証に際しては、2008 年度分の CO₂ 排出量データを用いている。これは、企業の将来へ向けたコミットメントの代理変数として利用する各変数の抽出における制約によるものである。

⁹² 前章に引き続き、資産合計以外の連単倍率を用いた分析もおこなったが、本章での議論に大きな変化は生じなかった。

JVETS への参加企業および国内排出量取引制度（JVETS を除く）の参加企業については、環境省の公表したそれぞれの参加企業一覧を利用した。上述のとおり、自企業の排出削減目標を設定せず、排出枠の取引を行うために参加した「取引参加者」企業については分析対象から除外している。この結果、JVETS への参加企業は 300 社（第 5 期までの制度参加者が分析対象）、JVETS 以外の国内排出量取引制度への参加企業は 345 社が抽出された。

CO₂ 排出量削減へ向けた中期計画の策定の有無、および ISO14001 認証の取得の有無については、東洋経済新報社が発行する CSR データベース 2009 から抽出した。

財務データおよび株価データについては日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出している。仮説 10-1a の検証に際しては、2007 年 3 月期、2008 年 3 月期、および 2009 年 3 月期の財務データと、2007 年 5 月末、2008 年 5 月末、および 2009 年 5 月末の株価データを利用している。仮説 10-1b～仮説 10-1e の検証に際しては、2009 年 3 月期の財務データと 2009 年 5 月末の株価データを利用している。各データは期末の資産合計でデフレートし、さらに、株式時価総額、純資産簿価、経常利益、次期予想利益、CO₂ 排出量については対数変換をしたうえで、上下 1% ずつを外れ値として削除している。

以上の処理をおこなったうえで、分析に必要なデータがそろわないサンプルは分析から除外した。最終的に、仮説 10-1a の検証については 1,094 社・年が、仮説 10-1b および仮説 10-1c の検証については 424 社が、仮説 10-1d および仮説 10-1e の検証については 376 社が対象となった。各変数の記述統計量を図表 10-1 に、相関係数を図表 10-2 に示している。なお、多重共線性の問題が生じていないことを確認するため VIF 値を計算したところ、すべての分析において VIF 値が 3 を上回ることはなかった。

図表 10-1 記述統計量

パネルA: GDPが実施するアンケートを用いた分析(仮説10-1a)(N=1,094)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.639	0.624	-1.055	-0.656	-0.208
純資産簿価	-0.764	0.410	-1.017	-0.716	-0.461
経常利益	-2.943	0.712	-3.327	-2.861	-2.445
次期予想利益	-3.220	0.851	-3.724	-3.147	-2.568
CO ₂ 排出量	-0.950	1.338	-1.798	-1.058	-0.148
GDPアンケートへの回答	0.081	0.274	0	0	0
CO ₂ 排出量 × GDPアンケートへの回答	-1.757	2.579	-3.331	-1.777	-0.066

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

パネルB: JVETSおよび国内排出量取引制度(JVETSを除く)を用いた分析
(仮説10-1bおよび仮説10-1c)(N=424)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.947	0.623	-1.370	-1.011	-0.475
純資産簿価	-0.772	0.466	-1.030	-0.684	-0.428
経常利益	-3.359	0.880	-3.815	-3.272	-2.725
次期予想利益	-3.551	0.807	-4.048	-3.504	-3.008
CO ₂ 排出量	-1.262	1.539	-2.150	-1.255	-0.342
JVETSへの参加	0.035	0.185	0	0	0
国内排出量取引制度 (JVETSを除く)への参加	0.172	0.378	0	0	0

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ JVETSへの参加と国内排出量取引制度(JVETSを除く)への参加については、参加企業を1とするダミー変数を用いている。

図表 10-1 記述統計量 (続き)

パネルC: 中期計画の有無およびISO14001認証取得の有無を用いた分析
(仮説10-1dおよび仮説10-1e) (N=376)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.661	0.609	-1.066	-0.686	-0.280
純資産簿価	-0.763	0.408	-1.001	-0.715	-0.465
経常利益	-2.854	0.654	-3.266	-2.764	-2.396
次期予想利益	-3.468	0.897	-4.029	-3.459	-2.816
CO ₂ 排出量	-1.150	1.469	-2.130	-1.209	-0.323
中期計画の有無	0.370	0.483	0	0	1
ISO14001認証取得の有無	0.426	0.495	0	0	1

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ 中期計画の有無およびISO14001認証取得の有無については、計画・認証を有する企業を1とするダミー変数を用いている。

図表 10-2 相関係数

パネルA: CDPが実施するアンケートを用いた分析(仮説10-1a)(N=1,094)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	CO ₂ 排出量	JVETSへの参加	国内排出量取引制度(JVETSを除く)への参加
株式時価総額	1	0.524	0.688	0.585	-0.284	0.216	-0.230
純資産簿価	0.522	1	0.358	0.235	-0.136	-0.017	-0.132
経常利益	0.655	0.360	1	0.663	-0.107	0.094	-0.092
次期予想利益	0.559	0.211	0.585	1	-0.081	0.068	-0.066
CO ₂ 排出量	-0.262	-0.116	-0.072	-0.063	1	-0.073	0.954
CDPアンケートへの回答	0.231	-0.012	0.079	0.071	-0.058	1	0.083
CO ₂ 排出量 × CDPアンケートへの回答	-0.216	-0.106	-0.064	-0.049	0.963	0.063	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

パネルB: JVETSおよび国内排出量取引制度(JVETSを除く)を用いた分析(仮説10-1bおよび仮説10-1c)(N=424)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	CO ₂ 排出量	JVETSへの参加	国内排出量取引制度(JVETSを除く)への参加
株式時価総額	1	0.585	0.506	0.495	-0.150	-0.080	-0.016
純資産簿価	0.569	1	0.338	0.285	0.031	-0.069	-0.062
経常利益	0.475	0.286	1	0.663	-0.055	-0.034	-0.030
次期予想利益	0.494	0.255	0.613	1	-0.006	-0.006	-0.116
CO ₂ 排出量	-0.107	0.147	-0.042	0.003	1	0.112	0.275
JVETSへの参加	-0.075	-0.041	-0.034	0.004	0.103	1	-0.087
国内排出量取引制度(JVETSを除く)への参加	-0.020	-0.052	-0.025	-0.115	0.250	-0.087	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ JVETSへの参加と国内排出量取引制度(JVETSを除く)への参加については, 参加企業を1とするダミー変数を用いている。

図表 10-2 相関係数 (続き)

パネルC: 中期計画の有無およびISO14001認証取得の有無を用いた分析(仮説10-1dおよび仮説10-1e) (N=376)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	CO ₂ 排出量	中期計画の有無	ISO14001認証取得の有無
株式時価総額	1	0.524	0.687	0.453	-0.217	0.263	0.217
純資産簿価	0.525	1	0.359	0.260	-0.031	-0.055	-0.081
経常利益	0.682	0.347	1	0.484	-0.050	0.157	0.089
次期予想利益	0.434	0.221	0.445	1	-0.058	-0.037	-0.036
CO ₂ 排出量	-0.192	0.016	-0.033	-0.026	1	-0.124	-0.147
中期計画の有無	0.259	-0.034	0.133	-0.060	-0.111	1	0.823
ISO14001認証取得の有無	0.209	-0.060	0.074	-0.054	-0.130	0.823	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である.

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している.

※ 中期計画の有無およびISO14001認証取得の有無については, 計画・認証を有する企業を1とするダミー変数を用いている.

10.3 分析結果

10.3.1 カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトのアンケートに関する分析（仮説 10-1a）

将来の CO₂ 排出量削減に関する企業のコミットメントとして CDP の実施するアンケートへの回答を用いた分析（仮説 10-1a）の分析結果を図表 10-3 に示している。交差項の有無および業種ダミーの有無によってモデル(1)～モデル(4)として分析した。回答企業ダミーへの係数（10-2 式の β_5 ）が有意に正となり、アンケートへの回答が企業価値にプラスの影響を与えることが確認された。さらに、CO₂ 排出量との交差項への係数（10-2 式の β_6 ）についても正であり、アンケート回答企業では、CO₂ 排出量が多くなったとしても企業価値への負の影響が緩和されるという結果になった。すなわち、以下の図表 10-4 で示されるような関係が明らかになったことになる。

図表 10-3 CDP アンケートへの回答に関する分析結果

	予想符号	モデル(1)	モデル(2)	モデル(3)	モデル(4)
切片	+/-	0.91 (10.16) **	0.96 (12.95) **	0.92 (10.22) **	0.97 (12.98) **
純資産簿価	+	0.48 (13.27) **	0.51 (14.83) **	0.48 (13.24) **	0.51 (14.75) **
経常利益	+/-	0.33 (12.70) **	0.32 (12.85) **	0.33 (12.76) **	0.32 (12.95) **
次期予想利益	+	0.14 (7.66) **	0.16 (8.15) **	0.14 (7.70) **	0.16 (8.12) **
CO ₂ 排出量	-	-0.04 (-3.98) **	-0.08 (-9.50) **	-0.10 (-3.46) **	-0.15 (-5.42) **
CDPアンケートへの回答	+	0.33 (11.90) **	0.41 (16.06) **	0.30 (9.35) **	0.37 (12.35) **
CO ₂ 排出量 × CDPアンケートへの回答	+			0.03 (2.12) *	0.04 (2.52) *
業種ダミー		あり	なし	あり	なし
年度ダミー		あり	あり	あり	あり
修正済みR ²		0.684	0.643	0.684	0.644
N		1,094	1,094	1,094	1,094

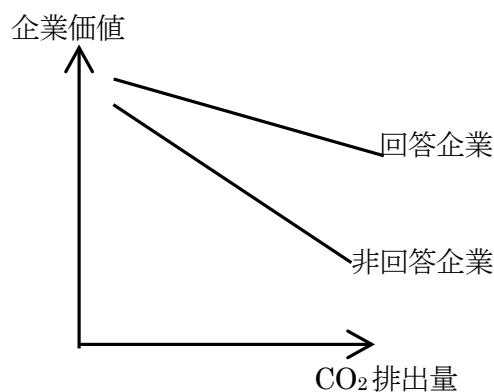
※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *, +を付している。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 10-4 CDP の実施するアンケートへの回答および CO₂排出量と企業価値の関係



10.3.2 その他のコミットメントに関する分析（仮説 10-1b～10-1e）

将来の CO₂ 排出量削減に関する企業のコミットメントとして、国内排出量取引制度、中期計画、および ISO14001 の認証取得に着目した分析（仮説 10-1b～仮説 10-1e）の分析結果を図表 10-5 に示している。JVETS を除いた国内排出量取引制度への参加企業（仮説 10-1c）、CO₂ 排出量削減に向けた中期計画を策定している企業（仮説 10-1d）、および ISO14001 認証取得企業（仮説 10-1e）においては、現時点の CO₂ 排出量を含む各コントロール変数を所与としても企業価値と正の関係が観察され、各仮説を支持する実証結果を得た。一方、JVETS への参加企業について検証した仮説 10-1b については、JVETS 参加企業ダミーへの係数は有意ではなかった。10.1.2 項で検討したとおり、JVETS 参加企業の一部へは削減設備費用に対する補助金が支給される仕組みであるため、この分析結果は、株式市場が、JVETS を CO₂ 排出量削減に向けたコミットメントとしてとらえず、補助金支給の仕組みとしてとらえていることを示唆している。

また、国内排出量取引制度を用いた分析（モデル(5)および(6)）における回帰分析の決定係数および企業のコミットメントとして用いた変数に対する回帰係数よりも、中期計画や ISO14001 認証取得を用いた分析（モデル(7)および(8)）における決定係数および企業のコミットメントとして用いた変数に対する回帰係数のほうが高かったことは、より具体的かつ長期の取り組みを示し、CO₂ 排出量削減の可能性が高いと思われる取り組みに対して、市場がより強い信頼を感じている可能性を示している。

図表 10-5 その他のコミットメント（仮説 10-1b～仮説 10-1e）に関する分析結果

	予想符号	企業のコミットメントとして用いる変数			
		JVETSへの参加	国内排出量取引制 度(JVETSを除く) への参加	中期計画の策定	ISO14001の 認証取得
		モデル(5)	モデル(6)	モデル(7)	モデル(8)
切片	+/-	0.51 (4.28) **	0.49 (4.10) **	1.06 (6.85) **	1.10 (7.07) **
純資産簿価	+	0.56 (9.49) **	0.58 (9.74) **	0.47 (7.93) **	0.47 (7.85) **
経常利益	+/-	0.13 (3.73) **	0.13 (3.81) **	0.47 (11.97) **	0.49 (12.53) **
次期予想利益	+	0.17 (4.65) **	0.17 (4.91) **	0.07 (2.92) **	0.07 (2.76) **
CO ₂ 排出量	-	-0.02 (-1.37)	-0.03 (-1.94) *	-0.03 (-2.23) *	-0.03 (-2.17) *
企業のコミットメント	+	-0.15 (-1.80) †	0.24 (4.15) **	0.23 (6.36) **	0.20 (5.69) **
業種ダミー 年度ダミー		あり あり	あり あり	あり あり	あり あり
修正済みR ²		0.537	0.551	0.699	0.692
N		424	424	376	376

※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *, †を付している。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

10.4 まとめと今後の課題

前章では, 現時点のCO₂排出量と企業価値との負の関係, すなわちCO₂排出量の多い企業の企業価値が有意に低いことを確認した。しかし, 企業価値はその企業の将来に基づいて評価するのであるから, 現時点でのCO₂排出量が多かったとしても, 将来のCO₂排出量削減に関する企業のコミットメントが示される場合には, その負の関係が緩和される可能性があることを指摘した。

本章では, 企業のコミットメントとして, CDPの実施するアンケートへの回答, JVETSへの参加, JVETS以外の国内排出量取引制度への参加, CO₂排出量削減中期計画の策定, そしてISO14001の認証取得, の5つを利用し, 現在の環境負荷を所与とした場合に, 将来の環境対策へのコミットメントに関するディスロージャーが企業価値に与える影響を検証し, JVETSへの

参加を除くすべての取り組みが、将来のCO₂排出量削減に向けた企業のコミットメントとして、株式市場からポジティブな評価を受けていることを確認した。

その一方で課題も残されている。前章において指摘した課題については、引き続き本章においても課題である。それに加えて、CDPの実施するアンケートについては、送付対象企業が各年150社に限定されており⁹³、アンケートに回答していない企業の中には、そもそもアンケートを受け取っていない企業が含まれている。今回の分析では、対象サンプル数の関係から、アンケートを受け取ったものの回答しなかった企業と、そもそも受け取っていない企業とを同列に扱った分析をしたが、サンプル数の増加とともに、これらを区別した分析も可能になると考える。また、単純な回答の有無だけではなく、その内容に応じた株式市場の反応について今後の検証課題としたい。

また、その他の取り組みを含め、本章で分析対象とした変数は、あくまで将来に向けたコミットメントの表明であって、実際にCO₂排出量が削減されるかどうかについては明らかではない。今後、より長期間のデータが入手可能になった時点で、コミットメントを表明した企業を、最終的にCO₂排出量の削減に成功した企業とそれ以外の企業に分割し、実績が明らかになった時点での株式市場の反応を検証することも必要と考える。

⁹³ 本章での分析対象期間以降である2009年度からは、送付対象企業が500社に増加している。

第 11 章 企業の環境対策活動に関する SBSC マップ

第 9 章では、企業の CO₂ 排出量と企業価値の関係について実証分析をおこない、CO₂ 排出量と企業価値との間には負の関係（CO₂ 排出量の多い企業の企業価値は低い）が観察された。近年の先行研究においても、環境負荷の低い企業の企業価値が高いことを確認するものが多い。しかし、環境負荷を低くするためには、設備投資をおこなったり、割高な原材料を購入したりする必要があり、少なくとも短期的には企業の業績（利益やキャッシュフロー）を悪化させる可能性が高いと考えられる。

本章では、Oshika *et al.* (2013)の提示した SBSC (sustainability balanced scorecard)マップに基づく実証分析をおこない、CO₂ 排出量の低さが企業価値の高さに結びつくまでの経路について、企業の環境対策活動同士の関連性と、環境対策活動と環境パフォーマンスや財務パフォーマンスとの関連性を明らかにする。

11.1 企業の環境パフォーマンスと財務パフォーマンス

第 9 章では、環境負荷の低い企業の企業価値が高いことについて、CO₂ 排出量を用いた分析を通じて確認した。環境問題が注目されるようになった、近年の実証分析においても、Margolis and Walsh (2003), Orlitzky *et al.* (2003), Wu (2006), Beurden and Gössling (2008), Garcia-Castro *et al.* (2010)などが、環境負荷の高さと、財務業績や株式リターンの高さととの負の関係を示している。すなわち、第 9 章の結果とも合わせれば、環境対策活動をおこなうことが財務パフォーマンス、そして最終的には企業価値の向上につながる、ということになる。しかし、環境対策活動は相応の支出を伴うため、少なくとも短期的には利益やキャッシュフローの数値を悪化させる可能性が高いはずである。それでもなお、環境負荷の低い企業の企業価値が高いのだとすると、そのような企業の将来の利益やキャッシュフローが高いことになる。この意味において、環境対策活動は、将来の企業業績の先行指標といえる。

非財務情報と企業業績との関連でいえば、Johnson and Kaplan (1987)は、経営上の管理目的のために、短期的な評価要素の強い財務情報だけではなく、非財務情報にも目を向けるべきであることを指摘した。このような指摘を受け、Kaplan and Norton (1992, 1996)がバランスド・スコアカード (balanced scorecard: BSC) を提唱し、財務・非財務の指標を組み合わせた業績評価をおこなうことの重要性を説いた。その後改良も加えられているが、もっとも伝統的なモデルで

は、「財務の視点」という財務指標だけではなく、「顧客の視点」、「業務プロセスの視点」、そして「成長と学習の視点」という非財務指標にも着目すべきであると主張している。また、これらの非財務指標の改善をすることで、最終的には財務指標の改善につながるという因果連鎖を示し、戦略マネジメント・システムとして機能する可能性を示したことが BSC の大きな特徴である。

その後、BSC は研究者および実務において様々な変更が加えられた。その一つの大きな潮流が、環境問題への意識の高まりを反映した SBSC である。SBSC では、環境および社会の視点を含むよう BSC が変更された。SBSC は、大きく分類すると、伝統的 BSC の 4 つの視点の一部を変更したサブサンクション型、伝統的 BSC に 5 つ目の視点を追加した追加型、そして、伝統的 BSC の特徴であった非財務指標と財務指標の因果関係を示すという大きな枠組みは維持するものの各視点を大きく変更した統合型、の 3 種類に分類される (Figge *et al.* 2002; 岡 2010)。Oshika *et al.* (2013) では、サブサンクション型の SBSC を用いて、企業の環境対策活動と ROC (return on carbon) の改善との因果関係を示す SBSC 戦略マップを提唱した。

Oshika *et al.* (2013) での SBSC は、CO₂排出量を削減しつつ企業価値を向上させるための方策を考えるマネジメント・ツールを目指している。そのため、最終的な目標としては ROC が設定された。ROC は利益を CO₂排出量で除して求められ、CO₂排出量の利益創出効果を表しており、IIRC (2013) にいうアウトカムの指標である。環境負荷 (CO₂排出量) を減らしながら企業価値を向上させるため、すなわち環境パフォーマンスと財務パフォーマンスを同時に達成するには、ROC の改善が不可欠といえる。この ROC を向上させるための因果関係を順に遡ることで、企業の環境対策活動が ROC に至るまでの因果関係を示している。

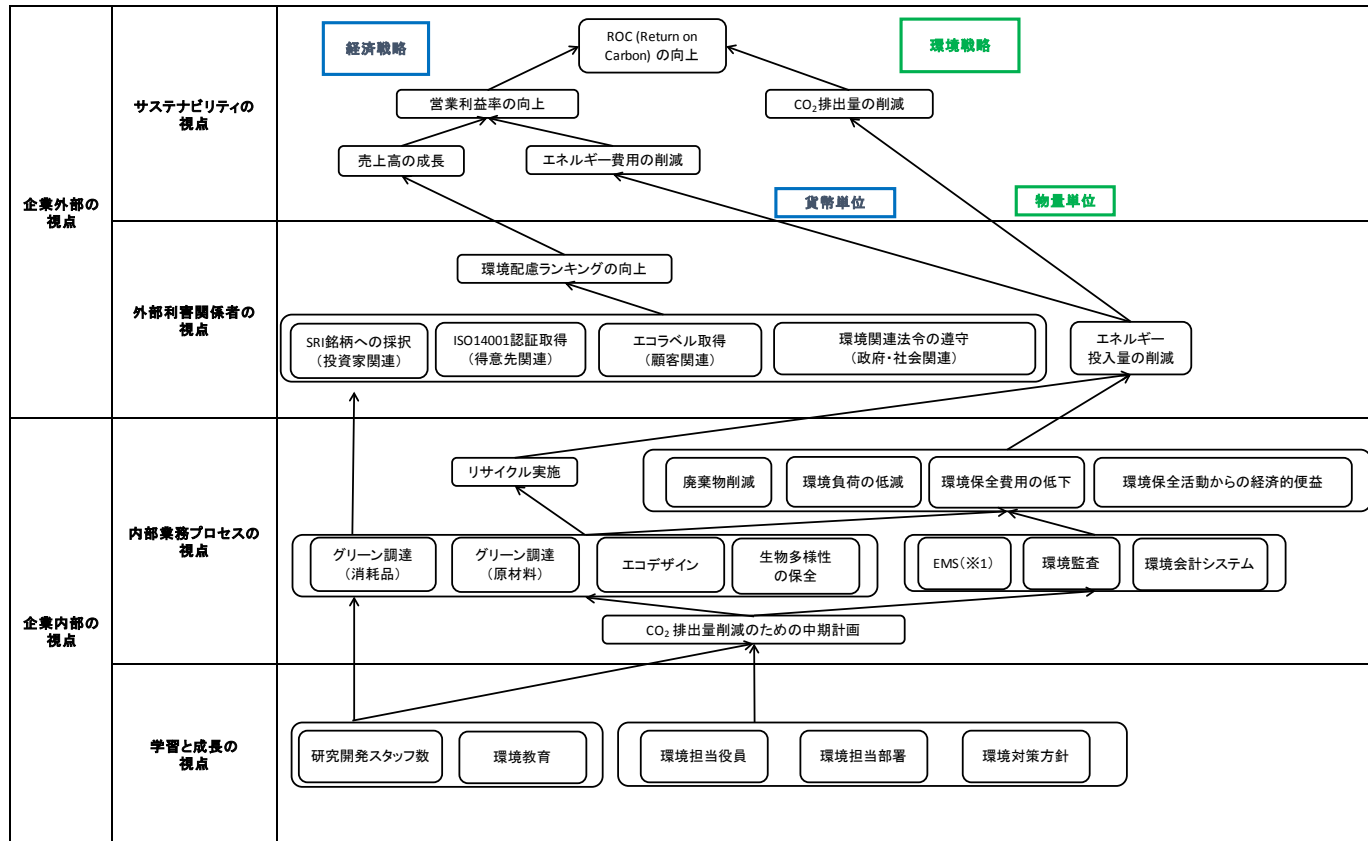
Oshika *et al.* (2013)において、SBSC 戦略マップは以下のような検討を経て作成された。まず、ROC は、その分母である CO₂排出量を減らすか、分子である利益を増やすことで改善することができる。Oshika *et al.* (2013)では、前者を環境戦略、後者を経済戦略と呼んでいる。利益は、収益 (売上高) を増やすか費用 (エネルギー関連費用) を減らすことによって改善させることができる。売上高の増加には、環境負荷が低い企業であることを広く知らしめることが大切であり、そのためには投資家、得意先、顧客、そして政府や社会という、企業の外部利害関係者からの評価を高めることが必要である。また、エネルギー関連費用の削減にはそもそものエネルギー投入量を減らすことが効果的である。ここまでが、企業外部とのつながりに関する視点として検討された。

さらに、投資家等からの評価を高めるため、そしてエネルギー投入量を減らすために企業内部で実施すべき活動を明らかにした。企業外部の利害関係者からの評価を高めるためには、消耗品

や原材料のグリーン、原材料の購入や製品デザインにおいて環境に配慮する必要がある。また、これらの活動は、リサイクルの実施や廃棄物の削減等を通じてエネルギー投入量の削減にも有効であるが、それを効率よく機能させるためには、環境マネジメント・システム (environmental management system: EMS)、環境会計・環境監査の仕組みを業務プロセスとして有することが不可欠であるし、その前提として、企業が CO₂ 排出量削減のための中期計画を策定していることも必要である。さらに、このような対策を立てるうえでは、相応の担当者や担当部署が必要であるし、企業としての環境に対する姿勢を全社的に浸透させるための教育も不可欠であることを示した。最終的に作成された SBSC 戦略マップは以下の図表 11-1 のようになった。

Oshika *et al.* (2013)では、この図表 11-1 を基に、実証分析のためのデータ入手可能性を考慮し、簡略版 SBSC 戦略マップ (図表 11-2) を提示している。簡略化マップでは、4 つあった視点を企業内部の視点と企業外部の視点の 2 つに統合した。両者はそれぞれ、企業の環境対策活動とその効果、と見ることができる。これにより、環境対策活動が引き起こす因果関係をより明確にした。さらに、従業員や教育に関連する項目を中心に、データの入手が困難な項目を分析対象から除外している。次節以降では、この簡略化マップに基づいた実証分析を展開する。なお、実証分析において、項目間の関連性の説明を容易にするため、各項目には 3 ケタの番号を付している。さらに、類似の項目をまとめたグループも設定し、グループ間の関連性も検討できるようにしている。

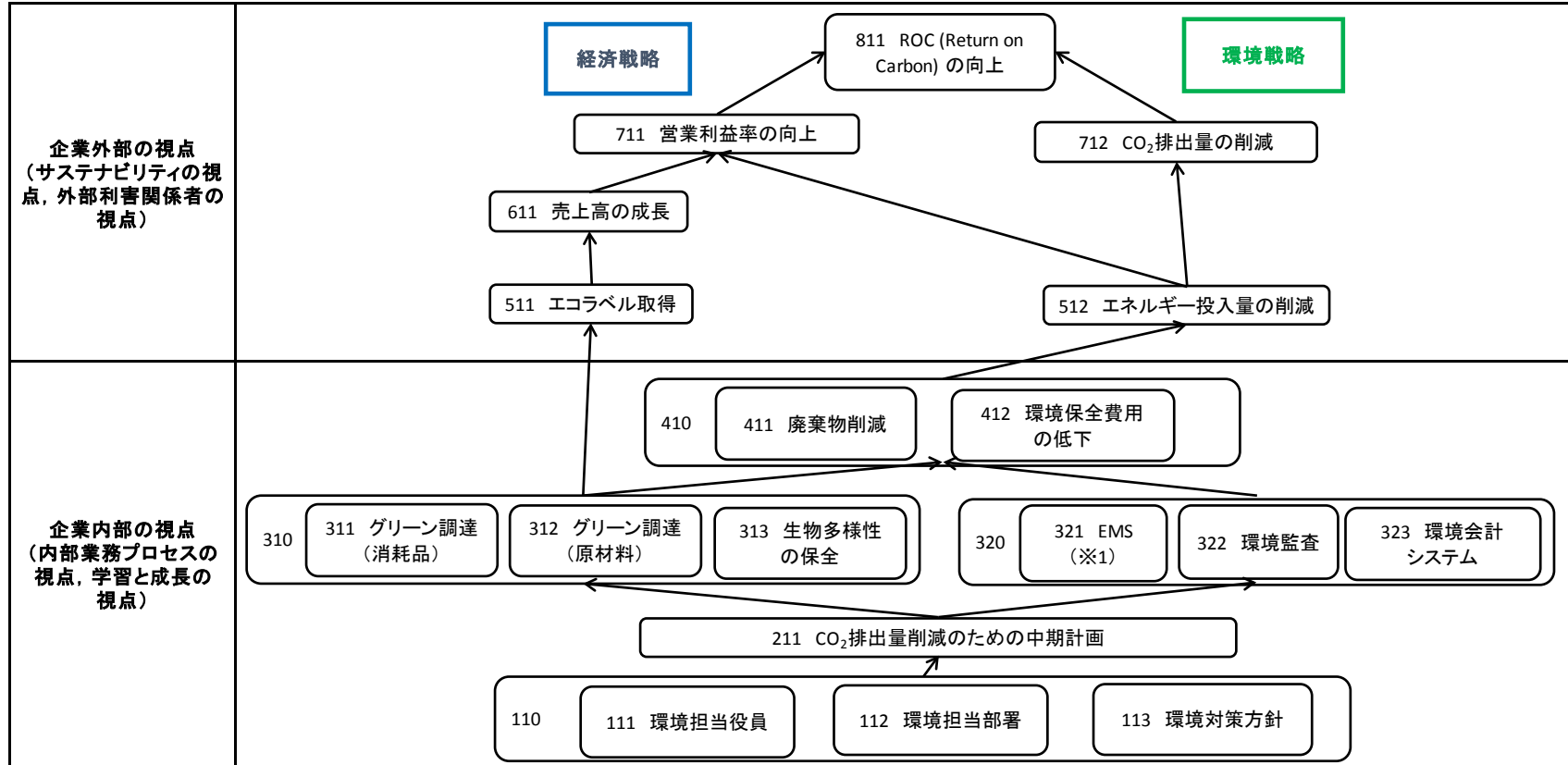
図表 11-1 Carbon SBSC 戦略マップ



※1 EMSは環境マネジメント・システム (environmental management system) のことである。

出典 : Oshika *et al.* (2013) Figure 1

図表 11-2 簡略版 Carbon SBSC 戦略マップ



※1 EMSは環境マネジメント・システム (environmental management system) のことである。

出典 : Oshika *et al.* (2013) Figure 2 をもとに一部修正 (エネルギー費用の削減, という項目を削除)

11.2 実証分析のモデルとデータ

本節以降では、図表 11-2 に基づく実証分析をおこなう。実証分析で検証をおこなう対象は、図表 11-2 で示された因果関係が成立するか否かである。実際の検証では相関関係を調査することになるが、戦略マップによって因果関係が可視化されているため、これに加えて、データに基づく相関関係の存在が証明されれば、データの裏付けのある因果関係が支持されたこととなる。たとえば、ある企業に、環境担当役員、環境担当部署、および環境対策方針が存在することは、CO₂排出量削減のための中期計画が策定されている可能性を高めることにつながるが、その逆は成り立たない(中期計画を策定することが、環境担当役員を任ずることにつながるわけではない)ので、戦略マップにおける因果関係の表示とデータによる相関関係の検証が、最終的に因果関係の証明につながる。

実証分析に用いたデータは以下のとおりである。企業の環境対策活動については、東洋経済新報社が発行する CSR データから抽出する。このデータは、同社が各企業（全上場企業および同社が選択したその他の大規模企業）に送付したアンケートへの回答をまとめたものである。したがって、アンケートへ回答しなかった企業については掲載されていない。分析時点における最新版は CSR データ 2011 であり、これは 2010 年 6 月～10 月中に送付されたアンケートの回答結果の集計値（一部の項目については同じ質問の過年度での解答を含む）である。回答企業は 1,132 社であるが、すべての企業がすべての項目に回答しているわけではないため、項目ごとの回答企業数はこれを下回る場合もある。

財務データについては日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出した。CSR データの回答期間と対応させるため、3 月決算企業の 2011 年 3 月期決算データ（変化を観察する指標については 2010 年 3 月期からの変化を利用）を利用している。また、CO₂排出量データについては、前章同様、温対法の規定に基づき各企業が国に報告する数値を参照した。期間をそろえるため、2009 年度から 2010 年度への変化の数値を計算している。

図表 11-2 における「企業内部の視点」の各項目（項目番号 100 番台～400 番台）は、CSR データから抽出した回答内容に基づき、ダミー変数として変数化している。また、「企業外部の視点」の各項目（項目番号 500 番台～800 番台）のうち、500 番台の項目については CSR データに基づくダミー変数を、600 番台～800 番台については、財務データおよび CO₂排出量のデータに基づいて前年度からの変化をしている。分析対象である変数の説明を図表 11-3 としてまとめている。

図表 11-3 各項目において利用する変数

パネルA: 企業内部の視点		
項目番号	内容	CSRデータにおける項目番号
110	組織の整備	項目番号111～113の少なくとも一つが1の場合に1とした
111	環境担当役員	No. 8 (回答内容が1または2のときに1とした)
112	環境担当部署	No. 4 (回答内容が1または2のときに1とした)
113	環境対策方針	No. 13 (回答内容が1または3のときに1とした)
211	CO ₂ 排出量削減のための中期計画	No. 92 (回答があった場合に1とした)
310	調達現場での実践	項目番号311～313の少なくとも一つが1の場合に1とした
311	グリーン購入(消耗品)	No. 102 (回答内容が1または2のときに1とした)
312	グリーン購入(原材料)	No. 105 (回答内容が1または2のときに1とした)
313	生物多様性の保全	No. 140 (回答があった場合に1とした)
320	企業本部での実践	項目番号321～323の少なくとも一つが1の場合に1とした
321	EMS(環境マネジメント・システム)	No. 81 (回答内容が1, 2, または3のときに1とした)
322	環境監査	No. 77 (回答内容が1または2のときに1とした)
323	環境会計システム	No. 18 (回答内容が1または3のときに1とした)
410	企業内部での成果	項目番号411または412の少なくとも一つが1の場合に1とした
411	廃棄物削減	No. 64 (回答があった場合に1とした)
412	環境保全費用の削減	No. 51 および 52 (少なくともどちらかに回答があった場合に1とした)
パネルB: 企業外部の視点		
項目番号	内容	CSRデータにおける項目番号
511	エコラベル取得	No. 108, 109, および110 (少なくとも一つに回答があった場合に1とした)
512	エネルギー投入量の削減	No. 54 (回答があった場合に1とした)
611	売上高の成長	当年の売上高 ÷ 前年の売上高
711	営業利益率の向上	当年の営業利益率(営業利益÷売上高) - 前年の営業利益率
712	CO ₂ 排出量の削減	当年のCO ₂ 排出量 ÷ 前年のCO ₂ 排出量
811	ROC (Return on Carbon) の向上	当年のROC(営業利益÷CO ₂ 排出量) - 前年のROC

11.3 実証分析の結果

本節では実証分析の結果を提示する。ダミー変数同士の関係の検証(項目番号 100 番台と 200 番台の比較, . . . , 項目番号 400 番台と 500 番台の比較)においては, カイ 2 乗検定を用いた。ダミー変数と数値項目の関係の検証(項目番号 500 番台と 600 番台の比較)においては, Wilcoxon

順位和検定を利用して、2つのグループ間の差異を検定した。数値項目同士の関係の検証（項目番号 600 番台と 700 番台の比較、および項目番号 700 番台と 800 番台の比較）については、ここで想定されている関係が恒等式で示されている（その他の関係を所与とすれば、ある項目の数値の向上は、因果連鎖が想定されている連鎖先の数値の向上を必然的にもたらす）ため、直接の比較は行わず、500 番台の項目を用いて分類される 2つのグループ間での数値の比較をおこなった（結果として、項目番号 500 番台と 700 番台の比較、および項目番号 500 番台と 800 番台の比較を、Wilcoxon の順位和検定を利用しておこなった）。

図表 11-4 に、企業内部の視点に関連する項目間の因果連鎖の分析結果を示している。いずれの分析結果も、それぞれの因果関係を統計的に支持する結果となった。たとえば、企業内部での組織の整備が行われている企業、すなわち、環境関連役員、環境関連部署、および環境対策方針の少なくとも一つ⁹⁴が整備されている企業では、そうでない企業と比較して、CO₂排出量削減のための中期計画を有している可能性が高い、という分析結果である。

図表 11-4 企業内部の視点に関する分析結果

パネルA: 組織の整備とCO₂排出量削減のための中期計画との因果連鎖

		中期計画 (項目番号211)		
		なし	あり	
組織の整備 (項目番号110)	なし	249	5	254
	あり	315	507	822
		564	512	1076

$$\chi^2 = 277.4 \quad ***$$

※ 0.1%水準で有意な値に***を付している。

⁹⁴ 紙幅の都合上、環境担当役員（項目番号 111）、環境担当部署（同 112）、および環境対策方針（同 113）の少なくとも一つが整備されている企業（同 110 が 1 である企業）による分析結果のみを示しているが、それぞれの項目（項目番号 111～113）を用いて分析をおこなった場合も同様の結果を得ている。以下、項目をグループ化した分析（項目番号 110, 310, 410）のすべてにおいて同様である。

パネルB: CO₂排出量削減のための中期計画と調達現場・企業本部での実践との因果連鎖

		調達現場での実践 (項目番号310)		
		なし	あり	
中期計画 (項目番号211)	なし	332	232	564
	あり	54	458	512
		386	690	1076

$\chi^2=$ 272.4 ***

		企業本部での実践 (項目番号320)		
		なし	あり	
中期計画 (項目番号211)	なし	287	277	564
	あり	26	486	512
		313	763	1076

$\chi^2=$ 273.0 ***

※ 0.1%水準で有意な値に***を付している。

パネルC: 調達現場・企業本部での実践と企業内部での成果との因果連鎖

		企業内部での成果 (項目番号410)		
		なし	あり	
調達現場での実践 (項目番号310)	なし	345	41	386
	あり	274	416	690
		619	457	1076

$\chi^2=$ 249.9 ***

		企業内部での成果 (項目番号410)		
		なし	あり	
企業本部での実践 (項目番号320)	なし	303	10	313
	あり	316	447	763
		619	457	1076

$\chi^2=$ 278.7 ***

※ 0.1%水準で有意な値に***を付している。

次に、企業内部での活動がどのような成果を生んでいるのかを検証する。図表 11-5 のパネル A では、調達現場での実践（グリーン購入や生物多様性の保全を実践しているか）と企業外部からの評価（エコラベル取得）との因果連鎖を検証し、因果連鎖の存在を支持する結果を得たことを示している。同様に、パネル B では、企業内部での成果（廃棄物削減や環境保全費用の削減）が企業全体としてのエネルギー投入量の削減⁹⁵という成果につながることを示している。

⁹⁵ エネルギー投入量の削減については、具体的な削減量（率）を把握することができなかった。そこで、測定していない企業は削減もできない、との認識に基づきエネルギー投入量の把握をしているか否か、CSR データへの回答を用いて、ダミー変数化した変数によって分析している。

図表 11-5 企業内部の活動の成果に関する分析結果

パネルA: 調達現場での実践とエコラベル取得との因果連鎖

		エコラベル (項目番号511)		
		なし	あり	
調達現場での実践 (項目番号310)	なし	371	15	386
	あり	479	211	690
		850	226	1076

$\chi^2=$ 106.3 ***

※ 0.1%水準で有意な値に***を付している。

パネルB: 企業内部での成果とエネルギー投入量の削減との因果連鎖

		エネルギー投入量の 削減(項目番号512)		
		なし	あり	
企業内部での成果 (項目番号410)	なし	595	24	619
	あり	85	372	457
		680	396	1076

$\chi^2=$ 679.3 ***

※ 0.1%水準で有意な値に***を付している。

最後に、外部に開示される成果間での因果連鎖を検証する。すでに述べたとおり、恒等式として表現できる因果連鎖の直接的な確認は避け、エコラベル取得（項目番号 511）とエネルギー投入量の削減（把握）（同 512）という 2 つのダミー変数によって分類されるグループごとに、売上高の成長（同 611）、営業利益率の向上（同 711）、CO₂排出量の削減（同 712）、および ROC の向上（同 811）が観察されるか否かを比較した。

分析結果を図表 11-6 に示した。分析の結果、エコラベル取得の有無（項目番号 511）による分類をおこなった場合、エコラベル取得をしている企業において、そうでない企業と比較して、より高い売上高の成長、営業利益率の向上、そして ROC の向上が観察された。エネルギー投入量の削減（把握）（同 512）による分類では、CO₂排出量の削減については期待と逆の結果となったものの、営業利益率と ROC の向上については仮説を支持する分析結果を得た。

図表 11-6 企業外部に開示される成果に関する分析結果

		売上高の成長(項目番号611)					
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
エコラベル取得 (項目番号511)	なし	1.115	0.913	0.967	1.035	1.121	1.798 *
	あり	1.092	0.242	0.989	1.053	1.137	
		営業利益率の向上(項目番号711)					
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
エコラベル取得 (項目番号511)	なし	-0.875	20.403	0.000	0.001	0.003	1.824 *
	あり	0.023	0.061	0.000	0.001	0.004	
		営業利益率の向上(項目番号711)					
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
エネルギー投入量の 削減(項目番号512)	なし	-0.713	18.431	0.000	0.001	0.003	1.814 *
	あり	0.032	0.087	0.000	0.001	0.004	
		CO ₂ 排出量の削減(項目番号712)					
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
エネルギー投入量の 削減(項目番号512)	なし	1.127	1.935	0.851	0.959	1.078	0.841
	あり	1.082	1.416	0.881	0.972	1.078	
		ROCの向上(項目番号811)					
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
エコラベル取得 (項目番号511)	なし	0.049	1.537	-0.001	0.027	0.116	1.752 *
	あり	0.200	0.722	0.000	0.061	0.154	
		ROCの向上(項目番号811)					
		平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
エネルギー投入量の 削減(項目番号512)	なし	0.038	1.664	-0.002	0.027	0.115	1.891 *
	あり	0.153	0.633	0.001	0.035	0.125	

※ 5%水準(片側検定)で有意な値に*を付している。

なお、CO₂排出量の多くが、企業の利用するエネルギーを期限としていることを考えれば、エネルギー投入量が削減されればCO₂排出量の削減につながることは、本来であれば自明である。今回、それに反する実証分析結果が出たことについては、2つの可能性が考えられる。一つは、エネルギー投入量の削減という項目について、その削減計画の有無によるダミー変数で代理している点である。ダミー変数では全サンプルを2グループに分割するだけであるので、より詳細な差異に関する情報が抜け落ちてしまって、分析にノイズをもたらす可能性が考えられる。もう一つの可能性は、エネルギー投入量の削減計画の有無が、現状のエネルギー投入量の高さの代理変数となっている可能性である。前章において見たとおり、現状の環境負荷が高い企業においても、将来の削減に向けたコミットメントが示されることで、企業価値の低さが緩和される。仮に、エネルギー投入量の削減計画を有している企業における、現状のエネルギー投入量が高いのであれば、そのような企業におけるCO₂排出量の削減は比較的容易であるので、エネルギー投入量の削減計画の有無とCO₂排出量の削減率との間に正の関係が観察される可能性がある。

11.4 本章のまとめと今後の課題

本章ではOshika *et al.* (2013) が示したSBSCマップに基づいて、企業の実施する環境対策活動が、成果としてのROCの向上に結びつくまでの因果連鎖を実証的に検証した。検証の結果、企業の実施する環境対策活動同士の相関が高い（ある環境対策活動を実施する企業においては別の環境対策活動を実施している可能性が高い）こと、さらに、そのような企業においては、その環境対策活動によって、エコラベルの取得など企業外部からの評価が得られていることが確認された。また、最終的に、そのような企業において営業利益率やROCが高いことも確認され、企業の環境対策活動が財務業績にもプラスの影響をもたらしていることが示唆された。

ただし、本章における分析には課題も残されている。SBSCマップの性質上、それぞれの因果連鎖という表現をしているが、データに基づいて検証されたのは相関関係に過ぎない。たしかに、一部の変数の関係（たとえばグリーン調達とエコラベル取得）には一方向の因果連鎖が想定できる（グリーン調達をおこなうからエコラベルの認証を受けられるのであり、エコラベルの認証を受けたからグリーン調達をおこなうようになるわけではない）。一方、図表11-2に示した最上段と最下段には逆の因果関係も想定可能である。すなわち、ROCの向上が達成でき、財務的に余裕のある企業において、環境担当役員、環境対策部署、環境対策方針の設置・策定が可能になる、という想定は十分に可能である。より強固な因果関係の確認については今後の課題としたい。

11.5 第9章～第11章のまとめ

第9章から第11章では、企業のおこなう環境対策活動、特にCO₂排出量の削減を目指す活動に焦点をあてた分析をおこなった。分析の結果、第9章では、CO₂排出量の多い企業の企業価値が低いこと、すなわちCO₂排出量と企業価値との間には負の関係が存在することを確認した。ただし、企業価値は、企業の将来の状況を反映すると考えられるため、現在のCO₂排出量が多い企業であっても、将来のCO₂排出量削減に向けたコミットメントを策定・開示している企業においては、現在のCO₂排出量と企業価値との間の負の関係が緩和されると想定される。そこで、第10章においては、CDPの実施するアンケートへの回答、JVETSへの参加、JVETS以外の国内排出量取引制度への参加、CO₂排出量削減中期計画の策定、そしてISO14001の認証取得、の5つを利用し、現在の環境負荷を所与とした場合に、将来の環境対策へのコミットメントに関するディスロージャーが企業価値に与える影響を検証した。検証の結果、JVETSへの参加を除くすべての取り組みが、将来のCO₂排出量削減に向けた企業のコミットメントとして、株式市場からポジティブな評価を受けていることを確認した。

また、企業のおこなう環境対策活動が、どのような因果連鎖を経て、環境対策活動（特にCO₂排出量削減へ向けた活動）に関する企業の目標と考えられるROCの向上をもたらすのか、という点について、Oshika *et al.* (2013) が示したSBSC戦略マップを用いた分析をおこなった。分析の結果、企業の様々な環境対策活動の間には相関関係が有すること、そのような環境対策活動が、外部利害関係者からの高評価を通じて売上高や利益率の向上につながることで、また、エネルギー投入量の削減を通じた費用低減につながることで、さらにその両者が合わさることでROCの向上を導くこと、などを確認した。

このように、企業のおこなう様々な環境対策活動や、その成果に関する非財務情報は、企業価値に密接に関係する。したがって、これらを統合報告において開示すべきKPIとして提案したい。

第 4 部 従業員関連情報に関する分析

第12章 従業員関連情報と企業価値

本章からは、統合報告において開示すべき三種類目の非財務情報として、企業の従業員に関する情報の開示を提案する。本章では、従業員によって生み出される企業価値の存在を確認したうえで、従業員関連情報が財務情報として開示されていないことが株式市場に与える影響について検討する。次章では、従業員の賃下げをおこなうことが、企業価値に対してどのような変化をもたらすかを検証する。

12.1 従業員と企業価値

企業が生産・営業活動をおこなう上で従業員の存在は不可欠であることは言うまでもない。一般的な生産関数であるコブ=ダグラス型の生産関数においても、 $Q = \gamma K^{\alpha} L^{\beta}$ として表現される（ Q は生産量、 K は資本投入量、 L は労働投入量であり、 α 、 β 、 γ はそれぞれ資本の生産弾力性、労働の生産弾力性、および生産技術を表すパラメータである）。これを前提とすれば、資本と労働を最大限に活用することが企業の生産性を向上させることにつながるはずである。

一方、企業の成果を分配する段階になると、資本（株主）と労働（従業員）との間にコンフリクトが生じる。少なくとも短期的には、両者の利害関係は100%対立する。すなわち、従業員への分配（賃金・給与）を1円高めることは、株主への分配原資を1円低めることになる。もちろん、従業員への分配を低くしすぎることは、士気の低下や退職をもたらすことにつながるため、中長期的に見れば株主にとっても良い状態にはならない。しかし、従来の株主主権型企業では、とにかく株主利益を最大化することが目的とされてきたことも多いだろう。

広田（2012）では、統合報告の目的と同様な、様々なステークホルダーに満足を生み出す「ステークホルダー型」企業について提案している。特に、株主と従業員との間のホールドアップ問題についてモデル分析をおこなった結果として、「従業員の人的投資が企業の競争力の源泉であるとき、株主権を抑制することが企業価値を上昇させる・・・ただし・・・、株主権を弱めすぎると、・・・株主による資金の提供が行われなくなる可能性も」発生させるため、「企業ごとに最適な株主権の水準が存在する」との結論を得た（p. 85）。また、株主と従業員との長期的な協力関係の構築があれば、法制度等の強制力がなくとも適正な企業価値向上につながることを示唆している（p. 106）。

一方、現実にはそのような協力関係が存在していないことを指摘する向きも多い。石田

(2011) は、労働が商品 (commodity) により取り扱われ、「使い捨てられ、買い叩かれ、磨減させられている現実がある」ために、「非正規労働者が・・・人間らしい暮らしができなくなる可能性があること、正規労働者の多くもさらに肉体や生命の危険にさらされていく可能性があること」を警告している (pp. 125-126)。また、このような、株主による労働者の搾取に関するデータも存在する。Fortune 誌 (アジア太平洋版, 2014 年 8 月 11 日号) には、米国の非農業企業において、2000 年から 2014 年までの 14 年間に、時間あたりの労働生産性が 34.5% 向上したにもかかわらず時間あたりの賃金は 9.5% しか上昇していないことを示している (p. 7)。ただし、日本においては、従業員を重視し、従業員と企業との共生を志向した経営が行われてきたことも事実である。水野 (2015) では、出光佐三 (出光興産)、松下幸之助 (パナソニック)、稲森和夫 (京セラ) などの言葉を基に、日本においては、「会社を単なる機能集団ではなく、従業員を重視し、ヒトを育てる経営共同体を目指し」ていたことを確認し、それを「人本主義企業」と呼んでいる (pp. 5-8)。

会計情報の視点から考えると、従業員に関する情報開示は乏しい。有価証券報告書では、従業員数および平均給与等の情報が開示されているものの、多くの情報は過去情報 (すでに支払われた賃金・給与) であり、企業価値の推定のために必要な、将来の費用を予測するための情報は少ない。しかし、細海 (2009) が実証分析の結果として提示したとおり、従業員の存在が生み出す人的資本が企業価値と関連性を有することは間違いない。これを統合報告において開示すべき KPI の一つとして提案するために、本章および次章において実証分析をおこなう。まず、本章では、Rosett (2001, 2003) に基づき、従業員の存在が、貸借対照表に表示されない、オフバランスの資産 (価値の源泉) および負債⁹⁶ (給与支払の義務) であるとの前提に立ち、それを反映させた、いわば修正後の貸借対照表に対する株式市場の反応を観察する。次に、次章においては、賃下げが企業価値にもたらす影響について分析する。

12.2 先行研究

Rosett (2001) では、Lev and Schwartz (1971) から着想を得て、人的資本⁹⁷の測定を試みた。Lev and Schwartz (1971) は、経済学と会計学における人的資本の取扱いの差異に着目し、経済

⁹⁶ 従業員に関するオフバランス項目としては、退職給付に係る未認識債務の問題が存在する。野間 (2015) では、退職給付に係る負債と企業のリスク・テイクの関係について実証分析をおこなっている。

⁹⁷ 本章では human capital を人的資本と訳しているが、ここでの資本は会計上の資本ではなく、将来の便益を生み出す資源 (resource) という一般的な用語として用いている。

学では実物資産と並ぶ重要な投入要素である人的資本が、会計学では資産として認識されないため、貸借対照表には重要な資産が抜け落ちていると指摘した。同時に、人的資本が認識されない理由が、主として、企業が人的資本を所有できないこと、およびその価値の測定可能性が欠如していることにあると指摘し、労働者に将来支払われるであろう賃金の割引現在価値合計を人的資本の評価額とすることを提案した (pp.104-106)。企業は、ある程度の期間にわたって労働契約を維持することを (明示的であれ暗黙裡であれ) 仮定しているため、算定された各労働者の将来賃金の割引現在価値合計は、貸借対照表に表れない負債となる。さらに、労働市場が十分に整備されていれば、企業が将来支払う賃金の割引現在価値合計は、従業員が企業にもたらす便益と (少なくとも期待値としては) 等しいため、この額が、オフバランスの資産と負債の額とみなせることになる。

Rosett (2001)では、Lev and Schwartz (1971)の主張を受けて、オフバランスの資産と負債の額を実際に計算しようとした。両者が同額であることを前提とすれば、いずれか一方を計算すれば両者の推測ができる。Rosett (2001)は、BNA (Bureau of National Affairs)のデータベースにおいて企業と労働組合との合意情報の一部が公開されていることを利用した。同データベースには、初任給、その上昇率、従業員数などの情報が含まれている。これらの情報を収集したうえで、各労働者の将来賃金の割引現在価値合計を算定した。さらに、Rosett (2001)では、計算された将来賃金の割引現在価値合計を利用して、オフバランス項目である人的資本の負債側について分析をおこなった。すなわち、人的資本がオフバランスの負債であることによって、人的資本を負債として考えた場合の負債比率 (負債合計÷負債・資本合計) は貸借対照表を用いて計算される負債比率よりも高くなるため、株式投資家が、この隠れたリスクを正しく認識しているか否かを検証した。検証の結果、株式市場で認知されているリスク指標と人的資本の推定額との間の正の相関関係が確認された。

続く Rosett (2003)では、オフバランスの資産および負債の額である将来賃金の割引現在価値合計を推定する際に、従業員数や当年度の人件費額の数値を代理変数として利用できると主張し、実際の分析を経て、Rosett (2001)の結果が、将来賃金の割引現在価値合計の代わりに従業員数や人件費額を用いた場合でも成立することを追証した。これにより分析対象サンプル数を大幅に増やすことができた。さらに、Rosett (2003)では、経営者の行動についても分析をおこない、経営者が人的資本を隠れたリスクと認識していること、すなわち、従業員数が多く、人件費額が高い企業の経営者は、より保守的な財務活動を選択する (負債を減少させたり配当性向を低くしたりする) ことを確認した。

本章においておこなう実証分析の参考のため、Rosett (2003)の結果の一部を図表 12-1 にまとめた。この分析では、株式市場におけるリスク指標である株価リターンの標準偏差を被説明変数とし、従業員数と株価リターンの標準偏差との関係を検証している。その際、E/V、営業レバレッジ、規模、投資機会集合、という4つのコントロール変数を用いた。E/Vは株式時価総額が企業全体の価値（株式時価総額と負債価値との和）に占める割合であり、時価ベースの資本構成を示している。営業レバレッジは支払利息・税引前当期利益（EBIT）を売上高に回帰した際の回帰係数であり、その企業の平均的な利益率を示している。規模は売上高の自然対数値である。また、投資機会集合は純資産簿価を企業全体の価値で除した値であり、今後の成長性を示している。図表 12-1 の結果は、これら4つの変数についてコントロールをしてもなお、従業員数で代理される人的資本の多寡が株式市場でリスクとして認知されていることを示唆している。

図表 12-1 Rosett (2003)の分析結果

	モデル(1)	モデル(2)	モデル(3)	モデル(4)	モデル(5)	モデル(6)	モデル(7)	モデル(8)
切片	0.02 (232.52)	0.03 (149.06)	0.02 (100.49)	0.04 (108.54)	0.05 (80.73)		0.03 (62.76)	
従業員数	0.37 (36.02)		0.37 (33.39)	0.31 (32.76)	0.33 (31.04)	0.17 (18.79)	0.38 (31.46)	0.23 (17.08)
E/V		-0.14 (-22.65)	-0.10 (-1.66)	-0.08 (-14.19)	-0.16 (-19.91)	-0.25 (-34.29)	0.00 (0.25)	-0.31 (-20.79)
営業レバレッジ							0.01 (1.35)	-0.02 (-2.93)
規模				-0.42 (-73.56)	-0.44 (-74.76)	-0.43 (-79.43)	-0.25 (-29.62)	-0.31 (-37.37)
投資機会集合					-0.13 (-14.43)			-0.15 (-11.02)
業種・年度ダミー	なし	なし	なし	なし	なし	あり	なし	あり
修正済みR ²	0.14	0.02	0.14	0.31	0.32	0.41	0.22	0.36
N	29,634	29,634	29,634	29,634	29,634	29,634	13,635	13,635

※ 株式リターンの標準偏差を被説明変数とした回帰分析の結果である。
 ※ カッコ内にはt値を示している。

出典： Rosett (2003) Table 3, Panel A (p. 716)

12.3 実証分析のモデルとデータ

本節では、Rosett (2001, 2003)の考え方を拡張し、従業員数という非財務情報の有する情報内容を検証する。Rosett (2001, 2003)では、人的資本がオフバランスの資産および負債であること、そしてその額を従業員数で代理できることを確認した。そこで、ここでは、人的資本の有するオフバランス資産としての性質（以下、「人的資本の資産性」という）とオフバランス負債としての性質（以下、「人的資本の負債性」という）の両方について分析する。本章で検証する仮説は、以下の仮説 12-1 および仮説 12-2 である。

仮説 12-1：従業員数と株式時価総額との間には正の関係が存在する

仮説 12-2：従業員数と企業が負うリスクとの間には正の関係が存在する

これらの仮説に基づき、具体的な検証モデルを提示する。人的資本を資産性の観点から検討すると、企業はその資産を入手した時点、すなわち従業員を雇用した時点で、少なくともその資産価値以上の将来便益を期待していると考えられる。この考えに立てば、人的資本は将来の収益の源泉であるということになる。これまで同様、Ohlson (1995, 2001)の考え方を前提とすれば、以下の(12-1)式の検証を通じて人的資本の資産性を実証的に分析できる。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_4 \text{従業員数} + \varepsilon \end{aligned} \quad (12-1)$$

(12-1)式の β_4 が有意に正であれば、人的資本の資産性に対する株式市場の反応が確認される。

一方、人的資産の負債性に注目すると、貸借対照表に計上されていない負債が大きければ、企業のリスクを増大させる結果をもたらす。もし、株式市場がそのリスク増大を認知し、価格づけをおこなうのであれば、株式リターンのボラティリティが拡大するはずである。そこで、Rosett (2003)同様、株式リターンの標準偏差を用いた分析をおこなう。ここでも、Rosett (2003)と類似したコントロール変数を用いる。利用するコントロール変数は、貸借対照表ベースの負債比率、

償却対象固定資産の取得原価、ROAの標準偏差、そして売上高の自然対数値、の4つである。貸借対照表ベースの負債比率は、Rosett (2003)の用いたV/Eに対応する、資本構成を示すコントロール変数である。株式時価総額や純資産簿価と比べて負債が大きければ、残余財産請求権を有する株主にとってのリスクは高まる。ここでは、人的資本のオフバランスについて扱っているため、貸借対照表上で計算される負債比率をコントロールすることとした。償却対象固定資産の取得原価額は、営業上のリスクをコントロールする変数である。固定資産が多ければ、固定費である減価償却費が大きくなるため、収益の変化が利益の変化により大きな影響を与えることになる。ROAの標準偏差は、5年間のデータを用いて計算され、同じく営業上のリスクをコントロールする変数である。最後に売上高の自然対数値は規模をコントロールする変数である。以上をコントロールしたうえで、人的資本が負債として認知されているか否かを検証する。以下の(12-2)式が検証対象となる。

$$\begin{aligned} \text{株式リターンの標準偏差} = & \alpha + \beta_{11}\text{負債比率} + \beta_{12}\text{償却対象固定資産の取得原価額} \\ & + \beta_{13}\text{ROAの標準偏差} + \beta_{14}\text{売上高} + \beta_{15}\text{従業員数} + \varepsilon \end{aligned} \quad (12-2)$$

(12-2)式の β_{15} が有意に正であれば、人的資本の負債性に対する株式市場の反応が確認される。

分析にあたっては、3月末を決算日とする、東京証券取引所第一部および第二部上場企業を対象とした。銀行・証券・保険・その他金融を除く一般事業会社について分析をおこなう。必要なデータは日経NEEDS-FinancialQUESTから抽出した。貸借対照表および損益計算書に関する数値は、2007年3月決算に関する数値を利用した。次期予想利益については、2007年3月期の決算短信において公表される、2008年3月期の経常利益に関する経営者予想を用いた。また、株式時価総額は2007年5月末時点の株価を用いて計算した。株式リターンの標準偏差は、2006年5月末から2007年5月末までの日次の株式リターンに基づいて計算した。従業員数は2007年3月期の有価証券報告書に記載されている従業員数(連結ベース)によっている。なお、比率および標準偏差を除く各変数については、分散不均一性の緩和のため2007年3月期時点の資産合計でデフレートし、自然対数値を計算している。さらに、各変数について上下1%ずつを外れ値として分析対象から除外した。その結果、資産性の分析については1,340社が、負債性の分析については1,114社が分析対象となった。記述統計量および相関係数について、図表12-2およ

び図表 12-3 にまとめている。また、回帰分析に際しては、業種間の差異をコントロールするため、業種ダミーを加えている。なお、多重共線性の有無を確認するため VIF 値を計算したが、すべての VIF 値は 3 未満であり、多重共線性の問題は生じていないものと判断した。

図表 12-2 記述統計量

パネルA： 人的資本の資産性に関する分析(N=1,340)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.527	0.834	-1.064	-0.616	-0.111
純資産簿価	-0.659	1.001	-1.099	-0.757	-0.454
経常利益	-2.631	1.323	-3.308	-2.830	-2.337
次期予想利益	-3.243	1.055	-3.816	-3.273	-2.638
従業員数	-3.673	0.969	-4.228	-3.736	-3.182

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

パネルB： 人的資本の負債性に関する分析(N=1,114)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式リターンの標準偏差	2.068	0.647	1.612	1.949	2.396
負債比率	0.162	0.860	-0.364	0.214	0.739
償却対象固定資産	-0.842	0.885	-1.316	-0.650	-0.202
ROAの標準偏差	-4.210	0.777	-4.744	-4.212	-3.670
売上高	0.064	0.566	-0.212	0.041	0.320
従業員数	-3.771	0.819	-4.252	-3.778	-3.304

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 12-3 相関係数

パネルA: 人的資本の資産性に関する分析(N=1,340)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	従業員数
株式時価総額	1	0.564	0.714	0.639	0.212
純資産簿価	0.525	1	0.490	0.421	0.213
経常利益	0.629	0.576	1	0.741	0.263
次期予想利益	0.710	0.457	0.637	1	0.189
従業員数	0.377	0.390	0.393	0.346	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

パネルB: 人的資本の負債性に関する分析(N=1,114)

	株式リターンの標準偏差	負債比率	償却対象固定資産	ROAの標準偏差	売上高	従業員数
株式リターンの標準偏差	1	0.261	-0.086	0.405	0.077	0.086
負債比率	0.241	1	0.075	-0.169	0.191	-0.101
償却対象固定資産	-0.121	0.052	1	-0.077	-0.174	0.121
ROAの標準偏差	0.365	-0.173	-0.087	1	0.070	0.113
売上高	0.052	0.105	-0.139	0.712	1	0.281
従業員数	0.104	-0.117	0.114	0.133	0.325	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

12.4 実証分析の結果

実証分析の結果を図表 12-4 および図表 12-5 に示している。(12-1) 式に基づき、人的資本の資産性を分析した結果が図表 12-4 である。従業員数に関する回帰係数は有意に正であることから、従業員数の多い企業に対し、株式市場が、より高い株価で評価していることになる。従業員数が人的資本の代理変数であることを前提とすれば、株式市場が従業員を将来の収益の源泉と見ていることを示唆している。

図表 12-4 人的資本の資産性に関する分析結果

	予想符号	モデル(1)	モデル(2)	モデル(3)
切片	+/-	0.71 (5.51) **	1.24 (18.60) **	1.40 (15.15) **
純資産簿価	+		0.14 (4.83) **	0.13 (4.37) **
経常利益	+/-		0.13 (8.41) **	0.13 (4.89) **
次期予想利益	+		0.39 (14.17) **	0.39 (14.69) **
従業員数	+	0.33 (10.14) **		0.06 (2.71) **
業種ダミー		あり	あり	あり
修正済みR ²		0.14	0.58	0.58
N		1,340	1,340	1,340

※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(両側検定)に, それぞれ**, *, †を付している。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

人的資本の負債性に関する分析結果が図表 12-5 に示されている。一部のコントロール変数に対する回帰係数が期待と異なるものの、主たる分析対象である従業員数に対する回帰係数は予想どおり有意に正であった。このことは、従業員数の多い企業に対し、株式市場がリスク要因とし

で見ていることを示唆している。佐々木・花枝（2014）は、人的資本への投資に積極的な企業では低いレバレッジを選択すること、担保が必要な銀行借入れではなく無担保社債による資金調達を選好することを確認しており、その示唆とも整合的である。

図表 12-5 人的資本の負債性に関する分析結果

	予想符号	モデル(1)	モデル(2)
切片	+/-	2.31 (21.28) **	3.75 (28.26) **
負債比率	+		0.26 (11.59) **
償却対象固定資産	+		-0.10 (-4.08) **
ROAの標準偏差	+		0.33 (14.53) **
売上高	+/-		-0.08 (-2.18) *
従業員数	+	0.08 (3.03) **	0.10 (4.10) **
業種ダミー		あり	あり
修正済みR ²		0.02	0.25
N		1,114	1,114

※ 株式リターンの標準偏差を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(両側検定)に, それぞれ**, *, †を付している。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

以上の分析結果は、Rosett (2001, 2003)が提示した、人的資本はオフバランスの資産および負債であるという主張と整合的である。すなわち、人的資本が企業にとって資産（将来の収益の源泉）でもあり、負債（株式のリスクの増大要因）でもあることを確認した。このように、企業の営業活動に従事している従業員に関する情報は、情報利用者にとって有用な情報であるにもかかわらず

ならず、その開示は非常に限定的である。ここでの分析結果は、貸借対照表に計上するか否かという表示場所の問題に対しては回答を与えないが、何らかの形で情報開示を充実させるべき、という主張の根拠となり得るだろう。

なお、人的資本の負債性に関する分析結果（図表 12-5）において、償却対象固定資産の取得原価に対する回帰係数が、予想に反して有意に負の値となっている。償却対象固定資産の多い企業では、固定費率を高め、売上高における損益分岐点を上げてしまうことから、企業の営業活動におけるリスクを高める要素となるはずである。しかし、相関係数（図表 12-3 パネル B）を確認すると、償却対象固定資産が株式リターンの標準偏差と負の相関を有していることが確認される。したがって、回帰分析におけるモデルの特定化の失敗というよりも、そもそも同変数が有する性質の問題に起因するものと想定する。したがって、たとえば他の国におけるデータと比較するなどして、償却対象固定資産が多い企業の特徴についてさらなる検討が必要である。

12.5 本章のまとめと今後の課題

本章では、人的資本が、企業にとってオフバランス資産でありオフバランス負債であるという Rosett (2001, 2003) の考え方に基づき、人的資本の多寡に対する株式市場の評価を検証しようとした。具体的には、人的資本は企業にとって将来の収益の源泉であることから、人的資本の大きさと企業価値との間に正の関係を有することを想定した。また、人的資本が多ければ、企業の将来の支出を増やす可能性が高まるため、人的資本の大きさと企業にとってのリスクとの間に正の関係が存在することも想定された。本章では、以上のような想定の下、人的資本の大きさの代理変数として従業員数を用いた分析をおこなった。分析の結果、仮説が概ね支持される結果となった。

一方、残された課題も存在する。そのうちの一つは、前節において検討した、償却対象固定資産の問題である。償却対象固定資産が企業のリスク要因を反映していないのだとすれば、その原因を探ることも必要であるし、別のコントロール変数を検討することも必要である。また、開示の方法についても検討が必要である。たしかに、現行の会計基準においては、人的資本が（資産としての性質であれ負債としての性質であれ）貸借対照表に表示されてはならずオフバランスとなっている。そして、本章における実証分析の結果は、人的資本について、その資産性に対しても負債性に対しても株式市場が価格形成の際に織り込んでいることを示唆している。すなわち、株式投資家が何らかの情報源を有しているものと考えられる。この場合、本章での実証分析の結果が、必ずしも、新たなチャンネルでの開示の必要性を求めていることについては留意が必要で

ある.

第 13 章 賃下げが企業価値に与える影響

前章では、Rosett (2001, 2003)の考え方にに基づき、人的資本が将来の収益の源泉（人的資本の資産性）でもあり、かつ将来の給与支払い義務の源泉（人的資本の負債性）でもあることから、人的資本が貸借対照表に表示されないオフバランスの資産および負債であることを主張した。従業員数を人的資本の代理変数とした実証分析の結果からも、その資産性を反映して人的資本の多い企業における株式時価総額が高いことと、その負債性を反映して株式リターンの標準偏差が高いことが確認された。本章では、従業員の賃下げをおこなうことが、企業価値に対してどのような変化をもたらすかを検証する。

13.1 人的支出を取り巻く現状

前章では、従業員の存在が、企業にとっての価値の源泉であると同時に支出義務としての負債であることを主張した。さらに、会計上、従業員への支出（人的支出⁹⁸）は発生時に費用処理が求められることから、とりわけ業績悪化時には、費用削減を目的とした賃下げや人員削減の提案がなされることが多い。一方、人的支出を高い水準に維持することで有用な人材を確保しようとする考え方もある。たとえば、シンガポール政府は、閣僚の給与水準を高額に保つことが有用な人材登用の手段であることを明言している⁹⁹。実際、シンガポール首相の年収は、2012年10月末時点で220万シンガポールドル（当時のレートで約1億4,000万円）である。すなわち、高い給与を支払ったとしても、それに見合うだけの成果を挙げるのであれば構わない、という発想である。

もちろん、一国の首相と企業の従業員とを同列に語ることはできないにしても、業績悪化企業による賃下げや人員削減が、特に中長期の業績改善に寄与するかどうかは自明ではない。賃下げや人員削減は、短期的には企業の費用をおさえ、利益を増加（または損失を減少）させる効果が

⁹⁸ 労働の対価として支払われる金銭については、給与、給料、賃金、賞与など様々な名称が付され、異なる意味を有することもあるが、ここではそれらの区別をせず、労働に対して、労働の提供後短期間に支払われるすべての金銭を総称して人的支出と呼ぶ。なお、これは、IAS第19号「従業員給付」における短期従業員給付（short-term employee benefits）と同義である。

⁹⁹

http://www.pmo.gov.sg/content/pmosite/mediacentre/inthenews/primeminister/2012/January/right_pay_will_helpensurequalityleadersinfuturepm.html（2013年11月13日閲覧）。

あるだろうが、従業員の士気の低下や、優秀な従業員の退職を招くという負の効果も存在する。これまで、Adams and Giannetti (2012)や Core *et al.* (1999)などが役員報酬と企業業績、企業価値との関連性について実証分析をおこなっているものの、一般従業員への人的支出と企業業績、企業価値との関連性について実証分析をおこなった例は少ない。

日本的な長期雇用を前提とすれば、企業と従業員との関係は研究開発支出と類似した性質を持つものと考えられる。いずれも支出時にその大半が即時費用化されるが、たとえば新規採用の従業員に対する研修制度のように、後から効果の発現する支出もある。Ballester *et al.* (2002)は、企業の人的支出の約 16%が、次年度以降に経済的便益をもたらす人的資産への投資にあたりと主張している (p.352)。したがって、研究開発費を削減した企業において後の収益性低下が不可避であるのと同じように、人的支出の削減、特に将来のための投資にあたる人的支出の削減も、中長期的には企業の体力を削ぐ可能性がある。この場合、費用削減効果を上回る収益性低下がもたらされれば、企業価値の低下を招くことになる。

そこで、本章では、人的支出の多寡が、従業員一人あたりの売上高や企業価値とどのように結びついているのか、さらに人的支出の削減時（賃下げ時）における従業員一人あたりの売上高や企業価値がどのように変わるのか、という点について実証分析によって明らかにする。ここでは、前章に引き続き、東洋経済新報社が発行する CSR データから人的支出水準関連のデータを抽出して利用する。仮に、賃下げが企業価値の向上に結びつかないことが実証的に確認されれば、業績悪化時に安易な賃下げをおこなうことの不合理性を指摘できると思われる¹⁰⁰。また、非財務情報である人的支出関連情報の有用性が明らかになれば、それらの情報を統合報告において KPI として開示すべきという根拠になり得る。

13.2 先行研究のレビューと仮説の導出

本章においても、Rosett (2001, 2003)の考え方を援用する。すなわち、企業による従業員の雇用は、将来の収益の源泉という意味において資産であり、将来の給与支払いの義務という意味において負債であり、この両者が貸借対照表に表示されないオフバランスの資産および負債とするものである。前章では、従業員数を、このオフバランスの資産および負債の金額の代理変数として実証分析をおこない、純資産簿価、経常利益、次期予想利益をコントロールした上でも従業員

¹⁰⁰ 清水 (2013) は、サービス業についてバランスト・スコアカードの考え方を応用した分析をおこない、(企業価値の向上につながる)顧客満足度の向上のためには従業員満足度を高める必要があることを指摘している。

数の多い企業の株式時価総額（企業価値）が高いこと、さらに株式リターンの標準偏差が大きいことを確認している。

Kang and Shivdasani (1997)は、業績悪化時の日本企業の行動を分析し、その行動が企業ごとに大きく異なることを明らかにした。すなわち、業績悪化時に、人員削減や工場閉鎖など規模の縮小を目指す企業が存在する一方で、むしろ生産活動・営業活動を活発化する企業も存在することを確認している。また、Ballester *et al.* (1999)は、1990年代初頭の各国の企業行動に注目し、労働集約的であったり非効率な労働環境を有したりする企業が、ITの活用や官僚主義の削減によって労働集約性を引き下げた場合に、株式市場が概ね好意的に反応することを示した。

さらに、その一部は将来の収益の源泉であるにもかかわらず即時費用化が求められるという意味において人的支出と類似の性質を持つ研究開発費に関する研究としてはLev and Sougiannis (1996)が挙げられる。彼らは、研究開発支出額と当該支出以降の収益との関連性を分析し、費用として処理された研究開発支出額のうち、将来収益の源泉となる割合を推定した。さらに、その推計に基づき、各年の純資産簿価および利益の額を調整したうえで、調整前後の純資産簿価および利益の価値関連性を比較した。分析の結果、調整前の純資産簿価および利益にくらべて、調整後の純資産簿価および利益の価値関連性が高いことを観察した。

以上の先行研究の結果をまとめれば、企業のおこなう人的支出については、その少なくとも一部は将来の収益の源泉であることから、人的支出の金額と企業価値との間の正の相関が予想される。これは、前章で確認した、従業員数と企業価値との間の正の相関に関する頑健性チェックともいえる。さらに、企業が賃下げを実施することは、短期的な収益性改善に資することは当然としても、中長期で見た場合には、オフバランスの資産の減少にもつながるため、企業価値向上につながるかどうかという点については疑問が残ることになる。本章では、この点について実証的に検証をおこなう。

まず、給与と生産性の関係について検証する。労働市場が相当程度正常に機能していれば、生産性の高い従業員には高い給与が支払われ、生産性の低い従業員には低い給与しか支払われないはずである。逆に言えば、高い生産性を有する従業員は、それに見合う賃金を提示する企業に労働を提供するはずである¹⁰¹。ただし、これを個別に検証することは困難であるため、企業間の

¹⁰¹ この議論は、必ずしも成果主義による給与体系を志向するものではない。年功序列型給与であっても、それとともに生産性が上がっていれば、ここでの議論は成立する。齋藤他 (2011)は成果主義導入の目的の一つが賃金負担の削減にあることを指摘した上で、従業員の高齢化が進む場合や企業の成長性が低い場合に成果主義導入の可能性が高まることを明らかにしている。このことは、そのような特徴を有する企業において、従業員一人あたりの生産性が低く、

比較をおこなう。ここでは、生産性の代理変数として従業員一人あたり売上高を利用する¹⁰²。これを検証するための仮説は、以下の仮説 13-1 となる。

仮説 13-1：給与の高い企業における従業員一人あたり売上高は、給与の低い企業における従業員一人あたり売上高よりも高い

次に、給与と企業価値の関係について検証する。給与が高ければ、それが費用の増加をもたらすことは間違いない。しかし、従業員がそれを上回る生産性を実現することで、企業にとってはプラスの効果をもたらす。逆に、いくら給与が低くても、従業員がそれを下回る生産性しか上げられなければ、その従業員は企業にとってマイナスの存在である。Rosett (2001, 2003)の考え方や、前章での分析結果を前提とすれば、企業が高い給与を支払うほど将来の支払い義務（オフバランスの負債）も大きくなり、同時に将来の収益の源泉（オフバランスの資産）も大きくなる。そうだとすれば、給与の高い企業のほうが平均的には企業価値が高いと想定される。そこで、以下の仮説 13-2 を検証する。

仮説 13-2：給与の高い企業における企業価値は、給与の低い企業における企業価値よりも高い

さらに、仮説 13-1 および仮説 13-2 が成立することを前提に、賃下げ¹⁰³があった場合の企業価値に対する影響を検証する。賃下げを実施する企業は、賃下げをおこなうことで企業価値の増加につながることを期待しているはずである。少なくとも短期的にはこれが成立するであろう。しかし、賃下げが実施されることで、従業員の士気が下がったり、賃下げ後の賃金が自らの生産性に見合わないと判断して離職したりするような場合には、賃下げの実施が企業価値の増加につながるかどうかは未知数である。そこで、賃下げと企業価値との関係を観察するため、以下の仮

企業にとって不都合な状態（低い生産性の従業員に高賃金を払わざるを得ない状態）が生じていることを示唆している。

¹⁰² 一般的には生産性の指標として付加価値を用いることが多いが、ここでは、計算の簡単化のため売上高を利用する。また、回帰分析においては、業種のコントロール等をおこなうことで、業種間における売上高と付加価値との関係の違いの影響は考慮されているものとする。

¹⁰³ 以降の分析では「給与の変化」に基づいているため、正確に言えば必ずしも「賃下げ」とは限らない。

説 13-3 を検証する。

仮説 13-3：給与の変化は、企業価値の増減には結びつかない¹⁰⁴

13.3 データとサンプル

本章における人的支出のデータは、東洋経済新報社が発行する CSR データを用いる。ここでは、2006 年度版～2011 年度版の 6 年度分を利用する。同データは、上場企業全社と、同社が選択した主要な非上場企業に調査票を送付し、その回答結果をまとめたものである。調査票の送付時期およびデータの発行時期は年度によって異なるが、本章で用いる最新の年度である 2011 年度版は、2010 年 7 月～9 月に調査がおこなわれ、2010 年 12 月に発行されている。企業側に回答の義務はないため、すべての企業のデータが集まっているわけではない。2011 年度版の収録企業数は 1,132 社（うち上場企業は 1,077 社）である。

このデータから、「平均年齢（2011 年度版でのデータ ID19）」、「平均年間給与（同 25）」、「30 歳平均賃金（同 66）」の 3 項目のデータを抽出した¹⁰⁵。CSR データに収録されている企業、すなわち調査票へ回答した企業においても、すべての項目に回答しているわけではない。また、一部に、明らかな誤りと思われるデータ（たとえば、月額で問われている「30 歳平均賃金」が、年額で回答する「平均年間給与」に近似しているもの）があり、それらについては無効回答として分析対象から除外した。年度ごとの分析対象となる企業数は図表 13-1 のとおりである。

¹⁰⁴ なお、統計的検定の性質上、厳密な意味で仮説 13-3 を検証することは不可能である。より厳密な分析としては、賃下げをおこなった企業についてその後の中長期的な収益性の変化を追跡することや、賃下げをおこなった企業とおこなっていない企業から類似の 2 企業のペアを作り、両者の収益性や企業価値の比較をするなどの方法が考えられる。

¹⁰⁵ 給与と賃金という 2 種類の表現があるが、これは CSR データ上の項目名をそのまま用いている。回答データを見る限り、回答者である企業が両者を区別したうえで回答しているわけではないと思われる。

図表 13-1 CSR データ 有効回答企業数

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合計
CSRデータ収録企業数	749	903	1,061	1,084	1,104	1,132	6,033
収録企業のうち非上場企業数	24	38	52	61	59	55	289
収録企業のうち上場企業数	725	865	1,009	1,023	1,045	1,077	5,744
そのうち「平均年間給与」有効回答企業数	685	845	993	1,007	1,032	1,056	5,618
そのうち「30歳平均賃金」有効回答企業数	532	597	613	651	634	628	3,655

人的支出に関する2つのデータのうち、「30歳平均賃金」は比較的若手の従業員に対する人的支出額（一人あたり）を示し、「平均年間給与」は従業員全体に対する人的支出額（一人あたり）を示すものとする。このうち、「平均年間給与」については、従業員の年齢構成の影響を受けると推測できる。とりわけ、年功序列的な制度を有している場合には顕著であろう。実際、平均年間給与の有効回答企業（5,618社）のデータに基づいて、平均年間給与と平均年齢との相関係数（Pearsonの相関係数）を計算したところ、0.376という高い相関を示した。したがって、年齢について調整をしなければ、平均給与の高い（低い）企業の特徴を観察しようとしても、それが平均年齢の高い（低い）企業の特徴の観察になってしなう恐れがある。

そこで、以下の(13-1)式に基づいて、平均年齢が平均年間給与に与える影響を調整する。その際、企業規模が給与に与える影響（一般的に大企業の給与水準のほうが高い）を考慮するため、従業員数の自然対数値をコントロール変数に加えた。

$$\text{平均年間給与} = \alpha + \beta_1 \text{平均年齢} + \beta_2 \text{従業員数} + \varepsilon \quad (13-1)$$

(13-1)式に基づく推定結果を図表13-2に示している¹⁰⁶。平均年齢と平均年間給与は正の関係を有していることがわかる。この関係を利用して、平均年齢の差を反映させた平均年間給与を

¹⁰⁶ 分析と調整は年度ごとにおこなっているが、ここでは全年度のデータを用いた場合の結果のみ掲載している。

企業ごとに算定した。すなわち、ある企業の平均年齢が、全企業の平均年齢の平均値よりも高ければ（低ければ）、その平均年齢の差に回帰分析によって求められた「1歳ごとの平均給与の変化額」を乗じ、それを全企業の平均年間給与に減額（増額）調整した。これを「平均年齢を考慮した平均年間給与」と呼ぶ。さらに、各企業の平均年間給与を「平均年齢を考慮した平均年間給与」で除した。以降、この値を「平均年齢調整済み平均年間給与」と呼ぶ。これが1より大きければ、その企業の平均給与が、同じ平均年齢である企業の平均給与と比べて高いことを表している。

図表 13-2 平均年齢と平均年間給与の関係

予想符号		
切片	+/-	-880,167 (-5.06) **
平均年齢	+	314,493 (24.71) **
従業員数	+	129,595 (27.22) **
修正済みR ²		0.237
N		5,618

※ 平均年間給与を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(両側検定)に, それぞれ**, *, †を付している。

なお、財務データおよび株価データは日経 NEEDS-FinancialQUEST から抽出した。分析対象は、銀行・証券・保険・その他金融に属する企業を除いた一般事業会社のうち3月決算企業である。CSRデータの発行は毎年1月（または前年12月）であるため、その年の3月期決算の財務データおよび5月末の株価データを対応させている。各データセットは年度ごとに作成したが、年度ごとの分析結果には大きな差異がなかったため、以下では、全年度のサンプルをプールしたデータに基づく分析結果のみを示す。

13.4 分析結果

13.4.1 人的支出の水準と従業員一人あたり売上高（仮説 13-1）

本節では、各仮説の検証結果を提示する。仮説 13-1 は人的支出の水準と従業員一人あたり売上高との正の関連性を検証するものである。この仮説を検証するため、従業員一人あたり売上高と給与水準（平均年齢調整済み平均年間給与および 30 歳平均賃金）との関係を分析する。しかし、従業員一人あたり売上高が、業種やビジネスモデルによって相違があることは明白である。たとえば、製品差別化戦略を採る企業と薄利多売戦略を採る企業では異なるだろうし、労働集約型企業か資本集約型企業かによっても異なるであろう。したがって、単純に 2 変数の比較をおこなってしまうと、給与水準と業種、給与水準とビジネスモデルとの関係性を分析することになる可能性が高い。そこで、ここでは 2 種類の方法によって分析することとした。

一つ目の方法は、従業員一人あたり売上高の大小に基づきサンプルをグループ化し、グループ間における人的支出の水準を比較するものである。各グループが業種やビジネスモデルの違いによって分割されているのだとすれば、グループ間における人的支出の水準に差異はないはずだと推測できる。一方、グループの分割が業種やビジネスモデルの違いによるものではなく、生産性の違いに応じた分割であれば、グループ間において人的支出の水準に差異が観察されるはずである。ここでは、サンプル企業を 4 つのグループに分割し¹⁰⁷、グループ間の人的支出水準の比較をおこなう。グループ 1 が従業員一人あたり売上高の低い企業群、グループ 4 が従業員一人あたり売上高の高い企業群である。

分析結果を図表 13-3 に示している。グループ間の人的支出水準（平均年齢調整済み平均年間給与および 30 歳平均賃金）の差異を Wilcoxon の順位和検定によって検証したところ、人的支出の水準としていずれの代理変数を用いた場合も、すべてのグループ間の人的支出水準に有意な差が観察された。したがって、従業員一人あたり売上高と人的支出の水準には正の関係があること、すなわち、人的支出水準の高い企業ほど従業員一人あたり売上高が大きいことが確認されたことになる。

¹⁰⁷ 分割するグループ数を 5 グループや 6 グループとした追加分析もおこなったが、有意水準に多少の相違はあるものの、ここでの議論に大きな変化はなかった。

図表 13-3 従業員一人あたり売上高に基づくグループ間の比較 (仮説 13-1)

変数	グループ	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	Z統計量
平均年齢調整済み 平均年間給与	グループ1	0.908	0.139	0.819	0.912	0.991	-8.055 **
	グループ2	0.972	0.130	0.884	0.967	1.048	-3.133 **
	グループ3	0.997	0.138	0.914	0.987	1.068	-11.826 **
	グループ4	1.113	0.183	0.989	1.087	1.204	
30歳平均賃金	グループ1	271,532	35,270	247,233	266,536	287,319	-4.970 **
	グループ2	280,216	33,790	254,615	274,400	302,000	-6.824 **
	グループ3	293,964	35,710	268,421	292,725	315,850	-5.489 *
	グループ4	307,911	42,670	278,287	302,930	331,500	

※ 各変数は上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ グループ間の差異について、Wilcoxonの順位和検定をおこない、そのZ統計量を示している。

※ 1%水準、5%水準、10%水準で有意な値(両側検定)に、それぞれ**, *, †を付している。

二つ目の方法は、従業員一人あたり売上高を被説明変数とし、人的支出水準の代理変数を説明変数とする回帰分析によるものである。その際、業種ダミーを加えることで、業種間の生産性の違いをコントロールする。なお、企業規模の相違に起因する生産性の差異をコントロールするため、企業規模の代理変数として従業員数(自然対数値)を引き続き用いる。すなわち、以下の(13-2a)式および(13-2b)式を検証する。

$$\begin{aligned} \text{従業員一人あたり売上高} = & \alpha + \beta_1 \text{平均年齢調整済み平均年間給与} \\ & + \beta_2 \text{従業員数} + \varepsilon \end{aligned} \quad (13-2a)$$

$$\begin{aligned} \text{従業員一人あたり売上高} = & \alpha + \beta_1 \text{30歳平均賃金} \\ & + \beta_2 \text{従業員数} + \varepsilon \end{aligned} \quad (13-2b)$$

各変数の記述統計量を図表 13-4 に、相関係数を図表 13-5 に示している。なお、多重共線性の有無を確認するため VIF 値を計算したところ、すべての説明変数についての VIF 値は 2 を下回っており、分析上問題ないと判断する。

図表 13-4 記述統計量 (仮説 13-1)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
従業員一人あたり売上高	4.610	0.921	4.061	4.592	5.116
平均年齢調整済み 平均年間給与	0.997	0.166	0.895	0.983	1.082
30歳平均賃金	0.288	0.040	0.259	0.284	0.312
従業員数	6.980	1.270	6.078	6.990	7.949

※ 従業員一人あたり売上高および従業員数は自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ その他の変数は、上下1%ずつを外れ値として除外する処理のみおこなった。

図表 13-5 相関係数 (仮説 13-1)

	従業員一人 あたり売上高	平均年齢調整済み 平均年間給与	30歳平均賃金	従業員数
従業員一人あたり売上高	1	0.454	0.360	0.197
平均年齢調整済み 平均年間給与	0.530	1	0.378	0.012
30歳平均賃金	0.357	0.407	1	0.242
従業員数	0.140	-0.025	0.175	1

※ 対角線の左下が Pearson の積率相関係数、右上が Spearman の順位相関係数である。

※ 従業員一人あたり売上高および従業員数は自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

※ その他の変数は、上下1%ずつを外れ値として除外する処理のみおこなった。

図表 13-6 人的支出水準と従業員一人あたり売上高（仮説 13-1）

	予想符号	モデル(1)	モデル(2)	モデル(3)	モデル(4)
切片	+/-	1.90 (16.35) **	2.29 (14.93) **	1.23 (8.09) **	2.08 (12.08) **
平均年齢調整済み 平均年間給与	+	3.07 (25.60) **		3.07 (25.76) **	
30歳平均賃金	+		8.59 (16.71) **		8.37 (15.79) **
従業員数	+/-			0.09 (6.61) **	0.04 (2.42) *
業種ダミー		あり	あり	あり	あり
年度ダミー		あり	あり	あり	あり
修正済みR ²		0.31	0.15	0.32	0.15
N		2,351	2,351	2,351	2,351

- ※ 従業員一人あたり売上高を被説明変数とした回帰分析の結果である。
- ※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。
- ※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(両側検定)に, それぞれ**, *, +を付している。
- ※ 従業員一人あたり売上高および従業員数は自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。
- ※ その他の変数は, 上下1%ずつを外れ値として除外する処理のみおこなった。

分析結果を図表 13-6 に示している。いずれの分析においても、人的支出の水準の高い企業では従業員一人あたり売上高が高いことが確認された。以上から、仮説 13-1 は支持されたとと言える。

13.4.2 人的支出の水準と企業価値（仮説 13-2）

次に、仮説 13-2 に基づき給与水準と企業価値との関係を検証する。株主にとっての企業価値が、企業へ将来流入するフロー（たとえば配当、キャッシュフロー、残余利益）の割引現在価値合計に基づいて決まることを前提とすれば、企業価値を、現在のフロー数値とその持続性によって表現することができる。ここでは、引き続き Ohlson (1995, 2001) のモデルに依拠し、以下の (13-3a) 式および (13-3b) 式を検証する。なお、株式時価総額、純資産簿価、経常利益および次期予想利益については期末の総資産合計でデフレートし、自然対数値を利用している。そのた

め、(13-2a) 式および (13-2b) 式において規模の調整のために含めていた従業員数は説明変数から除外した。

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} \\ & + \beta_3 \text{次期予想利益} \\ & + \beta_4 \text{平均年齢調整済み平均年間給与} + \varepsilon \end{aligned} \quad (13-3a)$$

$$\begin{aligned} \text{株式時価総額} = & \alpha + \beta_1 \text{純資産簿価} + \beta_2 \text{経常利益} \\ & + \beta_3 \text{次期予想利益} + \beta_5 \text{30歳平均賃金} + \varepsilon \end{aligned} \quad (13-3b)$$

図表 13-7 に記述統計量、図表 13-8 に相関係数、図表 13-9 に分析結果を示している。図表 13-9 に示した分析結果は仮説 13-2 を支持している。すなわち、平均年齢調整済み平均年間給与と 30 歳平均賃金のいずれを用いた場合も、人的支出の水準と企業価値との正の関係が確認された。以上の分析から、人的支出の水準が高い企業においては、その給与水準の高さに見合うだけの生産性（従業員一人あたり売上高）および企業価値（株式時価総額）の高さが観察された。人的支出の水準が高い企業において企業価値の高さが観察されたという分析結果は、企業が従業員に対して支払う人的支出は、その従業員の中長期の収益への貢献度合いが反映されていることが想定される。したがって、従業員の給与水準の引き下げる（賃下げする）ことが、短期の収益性改善に寄与することは間違いないとしても、中長期の収益性の向上につながるわけではないことを示唆している。

図表 13-7 記述統計量 (仮説 13-2)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株式時価総額	-0.858	0.804	-1.368	-0.865	-0.353
純資産簿価	-0.831	0.504	-1.100	-0.740	-0.456
経常利益	-3.128	0.915	-3.565	-3.020	-2.524
次期予想利益	-3.135	0.953	-3.596	-3.037	-2.512
平均年齢調整済み 平均年間給与	1.024	0.217	0.902	0.996	1.116
30歳平均賃金	0.293	0.044	0.262	0.287	0.315

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 13-8 相関係数 (仮説 13-2)

	株式時価総額	純資産簿価	経常利益	次期予想利益	平均年齢調整済み 平均年間給与	30歳平均賃金
株式時価総額	1	0.540	0.635	0.590	0.121	0.061
純資産簿価	0.544	1	0.413	0.360	0.027	-0.102
経常利益	0.583	0.397	1	0.741	0.122	0.067
次期予想利益	0.539	0.341	0.643	1	0.107	0.071
平均年齢調整済み 平均年間給与	0.094	-0.027	0.095	0.081	1	0.417
30歳平均賃金	0.022	-0.133	0.024	0.034	0.489	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数、右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし、さらに自然対数値に変換したうえで、上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 13-9 人的支出水準と企業価値（仮説 13-2）

	予想符号	(13-3a)式	(13-3b)式
切片	+/-	0.71 (7.39) **	0.50 (4.72) **
純資産簿価	+	0.67 (20.52) **	0.68 (20.55) **
経常利益	+	0.19 (7.23) **	0.19 (7.35) **
次期予想利益	+	0.19 (7.70) **	0.19 (7.59) **
平均年齢調整済み 平均年間給与	+	0.20 (3.63) **	
30歳平均賃金	+		1.40 (5.28) **
業種ダミー		あり	あり
年度ダミー		あり	あり
修正済みR ²		0.652	0.656
N		1,879	1,879

※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。

※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。

※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *, †を付している。

※ 各変数は期末の資産合計でデフレートし, さらに自然対数値に変換したうえで, 上下1%ずつを外れ値として除外している。

13.4.2 人的支出の水準の変化と企業価値の変化（仮説 13-3）

最後に, 人的支出の水準の変化と企業価値の変化を検証する。人的支出の水準と企業価値との関係を検証した(13-3a)式および(13-3b)式を基に, その変化を変数として分析する。分析対

象となる式は以下の (13-4a) 式および (13-4b) 式である。

$$\begin{aligned}\Delta\text{株式時価総額} &= \alpha + \beta_1\Delta\text{純資産簿価} + \beta_2\Delta\text{経常利益} \\ &\quad + \beta_3\Delta\text{次期予想利益} \\ &\quad + \beta_4\Delta\text{平均年齢調整済み平均年間給与} + \varepsilon\end{aligned}\tag{13-4a}$$

$$\begin{aligned}\Delta\text{株式時価総額} &= \alpha + \beta_1\Delta\text{純資産簿価} + \beta_2\Delta\text{経常利益} \\ &\quad + \beta_3\Delta\text{次期予想利益} + \beta_5\Delta\text{30歳平均賃金} + \varepsilon\end{aligned}\tag{13-4b}$$

基本統計量を図表 13-10 に、相関係数を図表 13-11 に、分析結果を図表 13-12 に示した。回帰分析においては、賃下げ企業のみ限定した分析もおこなっている¹⁰⁸。平均年齢調整済み平均年間給与の変化も、30歳平均賃金の変化も企業価値の変化に対して有意な関係が観察されず、仮説 13-3 と整合的な分析結果となった。すなわち、賃下げをおこなうことが企業価値の向上につながることは確認できなかった。賃下げ企業に限定した分析においても結果は同様であった。

この分析結果は、以下のような状況を想定させる。賃下げがおこなわれた時点で、従業員はそれに対応する行動をとるはずである。仮に、自らの生産性に対し、賃下げ後の給与水準が十分でないと感じる従業員は、十分な給与が得られる職場へと転職するであろう。とりわけ、若い世代においては、賃下げの影響（生涯に得られる賃金の割引現在価値合計の低下の程度）が大きいだろうし、転職も容易な環境である可能性が高いことから、生産性に見合った評価をする企業に移る可能性がある。この結果、企業に残る従業員は、賃下げ後の給与に見合った生産性のみを生み出す従業員となる。賃下げによる士気の低下から生産性が低下する従業員もいるだろう。最終的に、賃下げによる短期的な収益性改善は、生産性低下によって相殺される。また、投資家にとってもそのことが既知であれば、株価向上には結びつかないことになる。

¹⁰⁸ 賃下げの判別において、平均年齢調整済み平均年間給与の変化に基づく場合と 30歳平均賃金の変化に基づく場合と、それぞれ判別される企業数が異なるため、図表 13-12 の右側 2 列の分析対象サンプル数が異なる。

図表 13-10 記述統計量 (仮説 13-3)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
△株式時価総額	-0.046	0.190	-0.119	-0.029	0.036
△純資産簿価	0.011	0.036	-0.007	0.009	0.028
△経常利益	0.002	0.026	-0.009	0.000	0.014
△次期予想利益	-0.003	0.027	-0.014	-0.001	0.011
△平均年齢調整済み 平均年間給与	0.994	0.064	0.964	0.995	1.020
△30歳平均賃金	1.002	0.082	0.975	1.000	1.029

※ 各変数は上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 13-11 相関係数 (仮説 13-3)

	△株式時価総額	△純資産簿価	△経常利益	△次期予想利益	△平均年齢調整 済み平均年間給与	△30歳平均賃金
△株式時価総額	1	0.370	0.350	0.351	-0.194	-0.008
△純資産簿価	0.321	1	0.469	-0.019	0.029	-0.011
△経常利益	0.335	0.505	1	-0.071	-0.219	-0.026
△次期予想利益	0.353	-0.041	-0.123	1	-0.078	-0.052
△平均年齢調整済み 平均年間給与	-0.120	0.070	-0.198	-0.051	1	0.034
△30歳平均賃金	-0.018	-0.003	-0.008	-0.036	0.035	1

※ 対角線の左下がPearsonの積率相関係数, 右上がSpearmanの順位相関係数である。

※ 各変数は上下1%ずつを外れ値として除外している。

図表 13-12 人的支出水準の変化と企業価値の変化 (仮説 13-3)

	予想符号	対象サンプル			
		全サンプル		賃下げ企業のみ	
		(13-4a)式	(13-4b)式	(13-4a)式	(13-4b)式
切片	+/-	-0.08 (-1.06)	-0.07 (-0.97)	-0.10 (-0.78)	-0.18 (-1.00)
△純資産簿価	+	0.60 (2.81) **	0.60 (2.84) **	1.03 (3.17) **	0.78 (2.19) **
△経常利益	+	2.15 (8.06) **	2.15 (8.15) **	1.84 (5.35) **	1.54 (3.63) **
△次期予想利益	+	1.75 (6.42) **	1.75 (6.40) **	1.87 (5.40) **	0.93 (2.33) **
△平均年齢調整済み 平均年間給与	+/-	0.01 (0.19)		0.04 (0.31)	
△30歳平均賃金	+/-		0.01 (0.15)		0.12 (0.66)
業種ダミー		あり	あり	あり	あり
年度ダミー		あり	あり	あり	あり
修正済みR ²		0.406	0.406	0.420	0.383
N		1,030	1,030	569	424

- ※ 株式時価総額を被説明変数とした回帰分析の結果である。
- ※ カッコ内にはWhiteのt値を示している。
- ※ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意な値(片側検定)に, それぞれ**, *, †を付している。
- ※ 各変数は上下1%ずつを外れ値として除外している。

13.5 本章のまとめと課題

本章では、企業がおこなう人的支出の水準と、生産性（従業員一人あたり売上高）および企業価値との関連性について分析した。その結果、人的支出水準の高い企業では、それに見合うだけの従業員一人あたりの生産性の高さが観察され、それが高い企業価値に結びついていることを確認した。さらに、人的支出水準の変化と企業価値の変化との関係についても分析し、人的支出水準の変化と企業価値の変化の間には関係性が存在しないことを確認した。また、賃下げ企業に限定した分析のいでも、人的支出水準の変化（賃下げ）と企業価値の変化の関係性は見られなかった。このことは、給与水準の引き下げが、短期的な収益性改善には寄与するものの、企業価値の改善には結びつかない可能性があることを示唆している。

一方、本章における分析には課題も残されている。企業が賃下げをおこなう状況は様々である。業績が悪化した場合に、賃下げではなく、従業員数を調整する可能性もある。したがって、個々の状況を詳細に分析した後にあらためて仮説を検討する必要があるだろう。また、賃下げの効果の発現までのタイミングに関する検討も必要である。賃下げによる費用削減効果は直ちに生じるとしても、生産性が変化するまでの期間についてはタイムラグが存在する可能性があるため、同時点でのデータに基づく分析ではなく、ラグを考慮した分析が必要である。これらを今後の課題としたい。

13.6 第 12 章・第 13 章のまとめ

第 4 部である第 12 章・第 13 章では、企業の雇用する従業員に関連する情報について実証分析をおこなった。第 12 章では、Rosett (2001, 2003)の発想に基づき、従業員を雇用することが、企業にとってオフバランスの資産（将来の収益の源泉）かつ負債（リスク増加の要因）であることを仮説として設定し、それぞれに対応する株式市場の反応を観察した。分析の結果、他の条件が等しければ、従業員数の多い企業の株式時価総額は高く、また、株式リターンの変動性も大きいことが確認され、仮説と整合的な分析結果が得られた。続く第 13 章では、人的支出水準の高い企業では、それに見合うだけの従業員一人あたりの生産性の高さが観察され、それが高い企業価値に結びついていること、さらに、給与水準の変化と企業価値の変化との間には関係性が存在しないことを確認した。このことは、給与水準の引き下げが、短期的な収益性改善には寄与するものの、企業価値の改善には結びつかない可能性があることを示唆している。

経済学分野では労働力が生産の源泉であることが前提とされていたし、組織論分野でも、人的資源が企業の競争優位性を生み出すことが指摘されている。藤田 (2007) は、企業における経営資源の優劣が企業の競争優位性の源泉であるとする Resource Based View 理論を手掛かりとして、その具体的内容と評価方法を提示している。そこでは、経営資源の測定が困難であることを認めつつも、「定量的なテストを蓄積しつつ・・・経営資源および組織能力全般を網羅した測定モデルが構築できる可能性がある」ことが示唆されている (p. 285)。前章および本章での実証分析の結果は、少なくとも従業員という経営資源について、定量的なテストに基づく可視化の可能性を示したものと考えている。

第 12 章および第 13 章での分析の結果は、従業員に関する情報が株価形成において反映されていることを示している。そこで、これらの情報を統合報告において開示すべき KPI として提案する。

第 14 章 まとめと今後の課題

14.1 本論文で明らかになったこと

本論文では、統合報告において開示すべき KPI を、実証分析を通じて探究することを目的としていた。各章では、株主総会に関する情報、環境に関する情報、そして従業員に関する情報について分析をおこなった。その分析結果は以下のとおりである。

まず、株主総会について、わが国における定時株主総会が、1990 年代には形骸化していたこと、それが 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて活性化（所要時間の長時間化、出席者数（割合）の増加、質問数の増加）し、現在までにそれが安定していることを示した。また、活性化の背景として、特殊株主（総会屋）の排除に成功したことと、株式持ち合い構造の縮小に伴う株主の多様化があることを明らかにし、経営者が株主と意思疎通を図ろうとする姿勢の発現形態の一つが株主総会の活性化にあると推測した（第 4 章）。そのうえで、全体として株主総会が形骸化していた 1990 年代においても活性化が観察されていた企業を対象に、活性化前の特徴を調査し、規模が大きく、業績が悪い企業において株主総会の活性化が観察されることを観察した。さらに、株主総会の活性化が観察された企業では、その後の収益性が改善すること、そして、引き続き株主総会の活性化が観察されることを確認した。これらは、株主総会が経営者の姿勢の発現であるという推測を支持する結果である（第 5 章）。続いて、そのような経営者の姿勢は、その他の場面においても発現すると考え、その一つの形態として、経営者が公表する業績予想の精度に着目した。そこで、株主総会が活性化している企業が増えてきた 2000 年代前半を対象に、株主総会の活性化が観察された企業の公表する業績予想の精度が高いこと（第 6 章）、そしてその精度の高さが裁量的発生項目を用いた経営者の裁量行動（実績値を予想値に近づける行動）によるものではないことを確認し、本来の意味での業績予想の精度が高いことを観察した（第 7 章）。さらに、業績予想の精度が高い企業に対する株式市場の反応を分析し、株主総会の活性化が観察された企業では、過去の実績値である当期利益よりも将来の業績を示す業績予想に対する感度が高いことを確認した。また、市場リターンと個別株式リターンとの同調性に着目し、株主総会の活性化が観察された企業の同調性が低いという分析結果を得た。これは、株主総会活性化企業において、ディスクロージャー全般の有用性が高いことを示唆する結果である（第 8 章）。

次に、企業のおこなう環境対策活動、特に CO₂ 排出量の削減を目指す活動に焦点をあてた分析をおこなった。分析の結果、CO₂ 排出量の多い企業の企業価値が低いこと、すなわち CO₂ 排

出量と企業価値との間には負の関係が存在すること（第9章）、ただし将来の環境負荷低減に向けたコミットメントを策定・開示している企業においてはその負の関係が緩和されることを確認した（第10章）。また、企業のおこなう環境対策活動が、どのような因果連鎖を経て、CO₂排出量に関する企業の目標と考えられるROCの向上をもたらすのか、という点について、SBSC戦略マップを用いた分析をおこない、企業の様々な環境対策活動の間には相関関係が有すること、そのような環境対策活動が、外部利害関係者からの高評価を通じて売上高や利益率の向上につながることも、また、エネルギー投入量の削減を通じた費用低減につながることも、さらにその両者が合わさることでROCの向上を導くこと、などを確認した（第11章）。

最後に、企業の雇用する従業員に関連する情報について実証分析をおこなった。従業員を雇用することが、企業にとってオフバランスの資産（将来の収益の源泉）かつ負債（リスク増加の要因）であることを仮説化して、それに対する株式市場の反応を観察し、他の条件が等しければ、従業員数の多い企業の株式時価総額は高く、また、株式リターンの変動性も大きいことを確認した（第12章）。さらに、給与水準と生産性および企業価値との関連性について分析し、給与水準の高い企業では、それに見合うだけの従業員一人あたりの生産性の高さが観察され、それが高い企業価値に結びついていることを確認した。また、給与水準の変化と企業価値の変化の間には関係性が存在しないことを確認し、給与水準の引き下げが、短期的な収益性改善には寄与するものの、企業価値の改善には結びつかない可能性があることを示唆した（第13章）。

以上の分析を通じ、株主総会に関する情報、環境に関する情報、そして従業員に関する情報が企業価値に対して関連性を有していることが明らかになった。原則主義であることを標榜している統合報告において、その具体的な開示内容はフレームワークにおいて示されていない。そのため、多くの企業がGRIガイドラインに依拠しているとの報告がされている。しかし、第2章で見たように、GRIガイドラインは、そもそも、財務資本以外のステークホルダーに関する情報を、財務資本以外の資本提供者に開示するためのガイドラインであり、財務資本提供者を主たる情報利用者と想定する統合報告において開示すべき情報とは合致しない可能性がある。今後、どのように統合報告の導入を進めていくか、という問題は日本においても注目されている。奇しくも、2014年中に開催された、日本会計研究学会全国大会（第73回大会）および日本管理会計学会年次全国大会の双方において、統合報告またはESG報告に関する統一論題が設定された¹⁰⁹。

¹⁰⁹ 各報告については、八木（2015）、古庄（2015）、向山（2015）、阪（2015）、大下（2015）、内山（2015）などにまとめられている。

また、日本会計研究学会全国大会（第74回）においては、「『統合報告』が企業会計に及ぼす影響に関する考察」を研究テーマとするスタディ・グループが設置された。経営学の分野においても、企業の持続可能性を維持するための組織のあり方について研究が進められている¹¹⁰。

さらに、具体的な開示項目については、アメリカのサステナビリティ会計基準審議会（sustainability accounting standards board: SASB）において、開示すべきKPIを、業種ごとに策定する準備が進められている。本論文において得られた知見は、統合報告を作成しようとする企業にとって、またSASBを含む基準設定主体にとって、具体的なKPI策定に関する示唆を与えるものであり、今後の非財務情報のあり方の指針を示したものとする。

14.2 本論文の貢献と今後の課題

本論文には、以下の3つの貢献がある。まず、非財務情報として開示すべき具体的なKPIを、実証分析の結果を通じて提案した点である。南アフリカでは、ヨハネスブルク証券取引所に上場する企業に対し、統合報告の開示が制度化されている。しかし、原則主義であるIRフレームワークの下で、作成者に少なからぬ負担がかかっており、また、実際に開示されている統合報告書も、IRフレームワークの本来の趣旨を反映しているものばかりではない。その中で、少なくとも3種類の開示項目を具体的に提案した点は、実務への貢献が大きい。特に、これらの情報はESG情報のそれぞれのグループを代表する項目であり、その重要性は高い。

まず、株主総会に関する情報の重要性の背景として、日本版スチュワードシップ・コードが策定され、今後、機関投資家の間での利用が拡充していくという状況が挙げられる。日本版スチュワードシップ・コードの目的は、投資家と企業とが、「車の両輪」となって、「目的を持った対話」をすることを通じて、「企業価値の向上や持続的成長」を促すことにある。本論文で検証した、投資家と企業との対話の場である株主総会の重要性はますます高まることが想定される。本論文の分析結果は、日本版スチュワードシップ・コードの趣旨を、実証的にサポートするものである。

環境に関する情報の重要性は論を俟たない。特に、地球温暖化に起因する海水面の上昇は、太平洋上の島々にとっては、住む権利さえ脅かしかねない死活問題である。CO₂が地球温暖化の原因であるか否かについては、しばらく議論が続いていたが、ある程度の合意に達し、CO₂削減へ向けた国際的な取り組みが本格化しつつある。日本においても、東日本大震災以降の原子力発電所の停止を理由として、CO₂排出量の十分な削減ができない状態が続いていたが、今後はより積

¹¹⁰ 経営学分野における研究の系譜については厚東（2013）参照。

極的な対応が求められることになる。本論文の分析結果は、各企業が、この問題をリスクと捉えず機会と捉えることで企業価値向上の可能性があることを示唆している。

従業員に関する情報についても、その重要性は容易に理解できるであろう。「企業は誰のものか」という議論や、「企業は誰のために活動すべきか」という議論をおこなう際、株主の次に議論の俎上に上がるのは間違いなく従業員である。本論文の分析結果は、従業員をコストの発生源として考えるのではなく、企業価値の源泉として考えることによって、企業と従業員との共生が可能であり、またそれが不可欠であることを示している。

本論文の2つ目の貢献は、今後、非財務情報として開示すべき KPI を検討する際の方法論を提示したことである。GRI ガイドラインを代表とする従来の非財務情報開示のための指針においては、具体的な開示項目を選定するための基準が不明確であった。そのため、情報過多に陥っている可能性がある。情報過多は、作成する企業にとっても、利用する投資家にとっても不利益となる。本論文によって、一部の開示項目の重要性が確認されたことは、それらの項目を開示すべきと主張することの追加的な根拠を与えたものと考えられる。さらに、今後、新たな開示項目を検討する際、または現在提案されている開示項目の妥当性を検討する際に、実証分析を通じた検証が可能であることを示し、そしてその方法論を提示することができた。

本論文の3つ目の貢献は、IR フレームワークが志向する、「統合」の仕組みを明らかにした点である。統合報告においては、各開示項目が企業価値とどのように結びついているのか、すなわち価値創造のプロセスを明らかにすることが求められている。本論文では、特に環境に関する情報について、企業の行動がアウトプットやアウトカムに達するまでの経路を一つずつ実証的に確認することで、価値創造のプロセスを辿ることができた。

一方で、本論文には残された課題も多い。各分析における課題については、それぞれ該当の章で記述しているため、ここでは全体を通して生じている5つの問題点を指摘する。まず1点目は、実証分析の多くが、株主（財務資本提供者）に関する価値を中心に検証している点である。これは、IIRC (2011, 2013)が財務資本提供者に対する情報提供を志向していることや、財務資本以外の資本の提供者にとっての価値と財務資本提供者にとっての価値が相互作用を有しているという前提に立っていることなどを背景としている。Stewart(1991)の訳書¹¹¹における、「株主・・・のニーズを満たすことを目指すことによって、その過程で経営陣は全ての利害関係者の価値を最大化できるであろう (p.5)」という主張とも通ずる考え方であるが、本論文ではその主

¹¹¹ この引用箇所は原書には存在しないため訳書から引用している。

張の妥当性については議論をおこなっていない。そのため、財務資本以外の資本の提供者にとっての価値についても、何らかの測定をしたうえで、それらが本当に財務資本提供者にとっての価値と同一の方向であるのかを検討することが必要だと考える。

2点目は、分析が網羅的とは言い難い点である。たしかに、本論文の実証分析を通じ、株主総会に関連する情報、環境対策に関する情報、そして従業員に関する情報が、財務資本提供者にとっての価値と関連していることが確かめられた。しかし、これらの要素だけが財務資本提供者にとっての価値のドライバーであるわけではない。少なくとも、IIRC (2013)が例示列挙した、6つの資本や、GRI ガイドラインで示されている各項目について、追加的な分析が必要だと考える。

3点目は、分析に用いたデータの首尾一貫性の欠如である。分析期間が長期にわたったことや、各時点において入手可能な情報が異なった（たとえば、キャッシュフロー情報、CSR データ、CO₂排出量データなど、一定時点よりも古い情報が存在していない変数がある）ため、各章の分析の対象となった年度が、分析によって一貫していない。より厳密な分析結果を得るためには、年度をそろえた分析が必要だと考える。その一方で、本論文で分析対象とした各変数の重要性が時代とともに変わっていることもまた事実である。たとえば、第4章で見たとおり、株主総会の運営状況は、過去24年間において大きく3つの時代的变化を経験している。本論文では、それぞれの時代の中（たとえば、全体として形骸化していた1990年代）での分析のみをおこなったが、時代間の分析も有用だと考える。CO₂排出量についていえば、環境規制の有無に基づく時代区分や、東日本大震災前後で時期を分けた分析もあり得るだろう。

4点目は、多くの分析を Ohlson モデルに依拠している点である。Ohlson モデルは、個々の企業価値を評価するに際しては理論的に導出されたモデルであるものの、そのモデルに基づいてクロスセクショナル分析をおこなうことに問題が生じないということは保証されていない。とりわけ、回帰分析によって、各変数、特に利益の持続性に関する係数が推定されているということは、その持続性の係数が企業間で同一であるという仮定を暗黙の裡においていることと等しい。実際にはその仮定があてはまらないことは明白であるので、別の手法に基づく頑健性の確認が必要である。

最後の問題点は、本論文の結果が、各変数の開示について、直接的に統合報告における開示が有用であることを示唆していない点である。本論文の分析結果の多くは、株主総会に関する情報、環境に関する情報、そして従業員に関する情報などが、株式市場における価格形成に反映されていることを示している。したがって、統合報告の存在しない時期においても、これらの非財務情報が株式投資家に伝わっているということである。その場合、統合報告という開示方法によるこ

とに意義があるのか、という点についてはさらなる検討が必要である。ただし、統合報告は **One Report** という発想で作成されようとしている (Eccles 2010)。すなわち、必要な情報が 1 か所にまとまっていることが情報利用者に有用であるとされる。さらに、企業価値との関連性について言及することが求められている点も、従来のリポーティングには存在しない変化である。そうは言うものの、本論文においては、それぞれの非財務情報の有用性を示しただけで、開示チャンネルごとの有用性を示したわけではないため、今後の検討が必要と考える。

これらの問題点に加え、「そもそも企業価値とは何か」という、より大きな問題も未解決のまま残された。企業価値とは株主価値のことである、という発想の下、株主価値の最大化を至上命題とする米国型資本主義経済に対しては批判も多い。この考え方では、従業員はコストでしかなく、いかにそれを低減させ、株主へ分配可能な価値を増大させるか、という議論になってしまう。しかし、本論文でも、従業員をコストの源泉と見るのではなく、企業価値向上のための資源として見るべきであることが確認された。同じように、地域を中心とする社会とどのように共生していくのか、を考えるためには、従来型の試行からの脱却が必要である。広田 (2012) は、日本企業へのアンケートによって、業績悪化時の企業行動を調査した。その結果、日本では、株主と従業員とのバランスを維持した対応 (従業員のリストラと株主への配当を組み合わせる) をとる企業が多いことを指摘している (pp. 24–25)。また、本論文の第 1 章においても、日本企業がステークホルダー間の分配のバランスをとっていることを指摘している。このように、日本では、従来から米国型資本主義とは異なる意思決定の哲学を有しているし、辻 (2015b) も企業価値の多様性を指摘している。したがって、「企業価値とは何か」という問いを未解決のまま残してしまえば、どのようにそれを測定・向上していくのか、という問題にきちんと答えることは不可能である。非財務情報と企業価値との関連を考えるうえでも、あらためて企業の価値とは何であるのかを検証することが必要であることは間違いない。

以上を今後の課題としたい。

参考文献

- 青木茂男 [1982] 『会計学総論 (改訂版)』 中央経済社.
- 阿部純子 [2009] 「改正実務対応報告第 15 号『排出量取引の会計処理に関する当面の取扱い』について」『企業会計』第 61 巻, 第 9 号, 1370-1374 頁.
- 新井清光 [1991] 『現代会計学 (第 3 版)』 中央経済社.
- 新井清光著・加古宜士補訂 [2003] 『現代会計学 (第 7 版)』 中央経済社.
- 安藤英義 [2012] 「財務会計と財務報告の間」『企業会計』第 64 巻, 第 4 号, 465-472 頁.
- 石川博行 [1998] 『会計情報と株価水準の実証的関連性—Ohlson[1995]企業評価モデルを用いて—』神戸大学博士課程モノグラフシリーズ, No.9807.
- 石川博行 [2015] 「資本と利益の実証研究の方向性」『會計』第 187 巻, 第 1 号, 40-53 頁.
- 石田眞 [2011] 「ILO『労働は商品ではない』原則の意味するもの—労働法との関連をめぐって—」『早稲田商学』第 428 号, 125-134 頁.
- 石塚博司 [2004] 「会計情報と市場の企業評価」『早稲田商学』第 400 号, 295-316 頁.
- 石塚博司編 [2005] 『会計情報の現代的役割』白桃書房.
- 石塚博司編 [2006] 『実証会計学』中央経済社.
- 石塚博司・河榮徳 [1986a] 「会計方針の変更に対する資本市場の反応 (一)」『會計』第 130 巻, 第 3 号, 357-376 頁.
- 石塚博司・河榮徳 [1986b] 「会計方針の変更に対する資本市場の反応 (二)」『會計』第 130 巻, 第 4 号, 516-534 頁.
- 石塚博司・河榮徳 [1989] 「連結決算報告の情報効果: 2 指標モデルによる検証」『経営財務と情報』中央経済社, 77-110 頁.
- 石塚博司外 [1993] 『意思決定の財務情報分析 (第 7 版)』国元書房.
- 石光裕・音川和久 [2009] 「無形資産集約企業と投資家の評価」『會計』第 176 巻, 第 2 号, 232-244 頁.
- 市村清 [2013] 『統合報告導入ハンドブック—新しい企業報告の考え方・作り方—』第一法規.
- 伊藤和憲 [2014] 「管理会計における統合報告の意義」『會計』第 185 巻, 第 2 号, 160-172 頁.
- 伊藤和憲・関谷浩行・櫻井通晴 [2014] 「コーポレート・レピュテーションによる財務業績への影響」『会計プロGRESS』第 15 号, 1-13 頁.
- 伊藤邦雄 [2009] 「ディスクロージャーの拡充と企業価値」『會計』第 175 巻, 第 4 号, 459-477 頁.
- 伊藤邦雄 [2011a] 「包括利益開示の意義・影響・課題」『企業会計』第 63 巻, 第 3 号, 378-388 頁.
- 伊藤邦雄 [2011b] 「業績予想開示の意義と見直しの方向性」『企業会計』第 63 巻, 第 11 号, 1602-1611 頁.
- 伊藤邦雄 [2011c] 「財務報告の変革と企業価値評価」『企業会計』第 63 巻, 第 12 号, 1776-1785 頁.
- 伊藤邦雄 [2014] 『新・現代会計入門』日本経済新聞出版社.
- 伊藤嘉博 [2010] 「CSR 活動の経済性評価—マテリアルフローコスト会計革新の可能性—」『管理会計学』第 18 巻, 第 2 号, 53-64 頁.
- 伊藤嘉博 [2012] 「インタンジブルズの『見える化』—CSR の経済効果評価の方向性—」櫻井通晴編著『インタンジブルズの管理会計』中央経済社, 第 3 章.
- 井上達男 [1998] 「会計数値に基づく企業価値の実証研究」『會計』, 第 153 巻, 第 6 号, 878-890 頁.
- 井上達男 [1999] 「予測利益を用いた Ohlson モデルによる日本企業の実証分析」『會計』第 156 巻, 第 2 号, 199-210 頁.
- 上枝正幸 [2007] 「開示関連コストと経営者の情報開示—実験市場での検証—」『現代ディスクロージャー研究』第 7 号, 1-10 頁.
- 植田敦紀 [2012] 「環境財務会計の基礎概念と展開—環境財務報告における財務情報と非財務情報—」『會計』第 182 巻, 第 3 号, 409-423 頁.
- 薄井彰 [2005] 「日本の資本市場研究と Ohlson valuation model」石塚博司編『会計情報の現代的役割』白桃書房, 第 14 章.
- 薄井彰編著 [2011] 『MBA アカウンティング バリュエーションと会計』中央経済社.
- 薄井彰 [2014] 「アクルーアルモデルの検定力と企業特性」日本会計研究学会平成 24・25 年度

- 特別委員会最終報告書, 第 17 章.
- 内川正夫・音川和久 [2012] 「設備投資と将来業績の実証的関連性」『会計』第 182 巻, 第 4 号, 542-556 頁.
- 内野里美 [2005] 「自発的な情報開示が自己資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』第 6 号, 15-25 頁.
- 内山哲彦 [2014] 「統合報告と管理会計—二つの研究視点から—」『会計』第 185 巻, 第 6 号, 747-760 頁.
- 内山哲彦 [2015] 「企業の社会性・人間性と企業価値創造—統合報告と管理会計の役割—」『管理会計学』第 23 巻, 第 2 号, 45-59 頁.
- 浦山剛史 [2010] 「ゴーイング・コンサーン問題開示企業の業績予想の特性」『会計』第 178 巻, 第 1 号, 87-98 頁.
- 榎本正博 [2007] 「減損会計基準の適用における利益マネジメント—早期適用企業を用いた分析—」『管理会計学』第 15 巻, 第 2 号, 41-56 頁.
- 榎本正博 [2008] 「減損会計基準の適用時期の選択と経営者の会計行動に関する実証分析」『会計プロGRESS』第 9 号, 23-38 頁.
- 榎本正博・首藤昭信 [2013] 「倒産企業における会計操作の検出」『現代ディスクロージャー研究』第 13 号, 33-48 頁.
- 海老原崇 [2005] 「発生項目の予測誤差が利益の質に与える影響」『会計プロGRESS』第 6 号, 71-85 頁.
- 海老原崇 [2013] 「『利益の質』研究のフレームワーク」『企業会計』第 65 巻, 第 10 号, 1409-1412 頁.
- 大越教雄 [2012] 「買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価」『管理会計学』第 20 巻, 第 1 号, 23-35 頁.
- 大鹿智基 [1999] 「将来利益を説明する会計指標の選択—Ou and Penman モデルの日本データへの適用—」『商学研究科紀要』早稲田大学大学院商学研究科, 第 49 号, 277-289 頁.
- 大鹿智基 [2005a] 「定時株主総会の正常化と経営者の意識変化に関する実証分析—業績予想の精度の変化—」石塚博司編『会計情報の現代的役割』白桃書房, 第 10 章.
- 大鹿智基 [2005b] 「株主総会活性化企業における経営者予想利益—予想利益の精度の変化と企業価値評価への影響—」『会計』第 168 巻, 第 6 号, 879-894 頁.
- 大鹿智基 [2006a] 「経営者予想利益の精度と裁量的発生項目額—株主総会活性化企業に関する実証分析—」『早稲田商学』第 409・410 合併号, 77-98 頁.
- 大鹿智基 [2006b] 「キャッシュ・フロー計算書の情報内容に関する実証分析—製造業と非製造業の特徴とその影響—」辻正雄編著『「会計ビッグバン」の意義と評価』産研シリーズ第 37 号, 早稲田大学産業経営研究所, 第 2 章.
- 大鹿智基 [2008] 「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応—株主総会活性化と会計情報有用性—」『証券アナリストジャーナル』第 46 巻, 第 5 号, 82-92 頁.
- 大鹿智基 [2010] 「予測財務諸表を利用した企業価値推計」辻正雄編著『MBA アカウンティング ケーススタディ戦略管理会計』中央経済社, 第 16 章.
- 大鹿智基 [2012] 「定時株主総会の質とディスクロージャーの質—個別株式リターンと市場リターンの同調性による分析—」辻正雄編著『報告利益の管理と株式市場の反応』産研シリーズ第 47 号, 早稲田大学産業経営研究所, 第 3 章.
- 大鹿智基 [2013] 「人的支出と企業価値の関連性 —賃下げは企業価値向上をもたらすか—」『早稲田商学』早稲田商学同攻会, 第 434 号, 289-311 頁.
- 大鹿智基 [2015] 「統合報告の方向性とその変遷」『会計』第 188 巻, 第 3 号, 354-367 頁.
- 大下丈平 [2015] 「環境, 社会およびガバナンスに対して管理会計はどう向き合うか」『管理会計学』第 23 巻, 第 2 号, 3-16 頁.
- 太田浩司 [2002] 「経営者予想利益の価値関連性及びアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第 40 巻, 第 3 号, 85-109 頁.
- 太田浩司 [2004] 「経営者の利益予想情報の有用性」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 第 8 章.
- 太田浩司 [2005] 「予想利益の精度と価値関連性—I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較—」『現代ファイナンス』第 18 号, 141-159 頁.
- 太田浩司 [2014] 「企業評価における予測指向と歴史的会計情報の有用性」『会計』第 185 巻, 第 1 号, 16-28 頁.

- 太田康広 [2011] 「その他の包括利益の意義と影響」『企業会計』第 63 卷, 第 3 号, 389-396 頁.
- 大塚宗春 [1981] 「資本市場における会計情報の有効性—決算報告の情報効果について—」『企業会計』第 33 卷, 第 1 号, 164-178 頁.
- 大野俊雄 [2008] 『知的資本の会計学—コア・コンテンツ会計と現代ビジネス—』中央経済社.
- 大村敬一・神津春彦 [1998] 「受託機関への企業年金運用に関するアンケート調査結果」『年金アンケート調査最終報告書』資本市場研究会, 1-161 頁.
- 大村敬一・首藤恵・増子信 [2001] 「機関投資家による株主アクティビズムはコーポレートガバナンスを機能させるのか?」『ファイナンス』第 37 卷, 第 6 号, 43-57 頁.
- 岡部孝好 [1992] 「経営者の裁量行動と償却方法の変更」『関西大学商学論集』第 37 卷, 第 3・4 号, 431-459 頁.
- 岡部孝好 [2004] 「裁量的会計行動研究における総発生処理高アプローチ」『神戸大学大学院ディスカッションペーパー』2004.14, 1-39 頁.
- 岡部孝好 [2011] 「会計利益数値のステュワードシップ価値とその価値関連性」『会計』第 180 卷, 第 5 号, 725-737 頁.
- 岡本光信 [2012] 「企業経営に役立つ環境リスクとマネジメントに関する考察」『企業会計』第 64 卷, 第 9 号, 1226-1234 頁.
- 奥村雅史 [2004] 「報告利益管理に関する実証的研究の方法と課題について」『早稲田商學』第 400 号, 263-282 頁.
- 奥村雅史 [2014] 『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社.
- 音川和久 [1998] 「減価償却方法の変更に対する株式市場の評価」『大阪府立大学経済研究』第 43 卷, 第 2 号, 57-76 頁.
- 音川和久 [2000] 「IR 活動の資本コスト低減効果」『会計』第 158 卷, 第 4 号, 543-555 頁.
- 音川和久 [2012] 「会計アノマリーの研究」『企業会計』第 64 卷, 第 8 号, 1141-1144 頁.
- 乙政正太 [2004a] 『利害調整メカニズムと会計情報』森山書店.
- 乙政正太 [2004b] 「役員賞与カットと裁量的会計行動」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店.
- 乙政佐吉・近藤隆史 [2015] 「顧客満足向上を通じた財務成果獲得のためのマネジメントに関する研究—星野リゾートの事例を通じて—」『管理会計学』第 23 卷, 第 1 号, 43-60 頁.
- 尾畑裕 [2011] 「財務報告の変革と価値創造プロセス」『企業会計』第 63 号, 第 12 卷, 1756-1761 頁.
- 大日方隆 [2004] 「原発費用の裁量的決定と Value Relevance」『経済学論集』第 70 卷, 第 3 号, 29-59 頁.
- 加賀谷哲之 [2009] 「退職給付会計の費用表示と利益属性」『会計』第 176 卷, 第 4 号, 545-560 頁.
- 加賀谷哲之 [2014] 「実証的会計研究におけるイノベーションの探究—経営者の利益観の日米比較を通じて—」『会計』第 185 卷, 第 1 号, 29-45 頁.
- 河合隆治・乙政佐吉 [2012] 「わが国バランスト・スコアカード研究に関する文献分析—欧米主要会計学術雑誌・実務雑誌との比較を通じて—」『会計プロGRESS』第 13 号, 112-124 頁.
- 河口真理子 [2004] 「環境と CSR」谷本寛治編著『CSR 経営—企業の社会的責任とステイクホルダー—』中央経済社, 第 9 章.
- 川村義則 [2014] 「資産負債アプローチをめぐる議論からのインプリケーション—公正価値測定と歴史的な原価測定のコスト分析—」『会計』第 185 卷, 第 1 号, 46-62 頁.
- 環境省 [2007] 『環境報告ガイドライン—持続可能な発展を目指して— (2007 年版)』環境省.
- 環境省 [2010] 『国内排出量取引制度のあり方について 中間まとめ』環境省.
- 企業会計基準委員会 [2006] 『討議資料 財務会計の概念フレームワーク』企業会計基準委員会.
- 記虎優子 [2009] 「企業の社会的責任 (CSR) の一環としての情報開示志向と企業ウェブサイトにおける情報開示の関係」『会計プロGRESS』第 10 号, 28-42 頁.
- 木村史彦 [2003] 「経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造—研究開発投資水準の決定をめぐる—」『管理会計学』第 11 卷, 第 1 号, 43-55 頁.
- 木村史彦 [2015] 「事業内容と利益マネジメント—利益マネジメントの業種間比較を通じて—」『管理会計学』第 23 卷, 第 1 号, 21-42 頁.
- 久保克行・齋藤卓爾 [2007] 「従業員の処遇は悪化するのか」宮島英昭編著『日本の M&A』東

- 洋経済新報社, 第 5 章.
- 久保田安彦・大鹿智基 [2004] 「公開会社における定時株主総会の意義と機能—定時株主総会の正常化に関する実証分析—」『早稲田商學』第 402 号, 623-646 頁.
- 経済産業省 [2009] 『環境を「力」にするビジネス新戦略—環境を軸とする新たな企業価値の創出—』経済産業省.
- 経済産業省 [2014] 『「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」プロジェクト最終報告書 (伊藤レポート)』経済産業省.
- 上妻義直 [2012] 「統合報告はどこへ向かうのか」『會計』第 182 卷, 第 4 号, 557-573 頁.
- 厚東偉介 [2013] 「社会的責任論の現状とステークホルダー概念の淵源について」『商学研究科紀要』早稲田大学大学院商学研究科, 第 76 号, 1-44 頁.
- 古賀健太郎 [2009] 「無形資産に関する米国の視点と日本での応用可能性」『管理会計学』第 17 卷, 第 2 号, 65-78 頁.
- 古賀智敏 [2012] 「非財務情報開示の理論的枠組み—シグナリング理論と正当性理論の相互関係とその適用—」『會計』第 182 卷, 第 1 号, 1-14 頁.
- 國部克彦 [2005] 「環境会計体系再考」『會計』第 168 卷, 第 6 号, 805-815 頁.
- 國部克彦 [2011] 「地球環境問題と管理会計研究・教育の変革—社会システム論と公共性の視点から—」『會計』第 179 卷, 第 2 号, 190-204 頁.
- 國部克彦編著 [2013] 『社会環境情報ディスクロージャーの展開』中央経済社.
- 國部克彦・伊坪徳宏・中嶋道靖・山田哲男 [2012] 「アジア地域を含む低炭素型サプライチェーンの構築と会計の役割」『會計』第 182 卷, 第 1 号, 82-97 頁.
- 國部克彦・梨岡英理子 [2002] 「日本企業の環境会計情報開示に関する現状分析」『会計プロGRESS』第 3 号, 65-76 頁.
- 胡丹 [2003] 「国際会計基準に基づく財務情報の価値関連性—上海証券取引所で上場した企業からの実証的証拠—」『会計プロGRESS』第 4 号, 71-84 頁.
- 胡丹・車戸祐介 [2012] 「日本における減損会計に関する実証分析」『会計プロGRESS』第 13 号, 43-58 頁.
- 小西範幸 [2012] 「コミュニケーションツールとしての統合報告書の役割」『會計』第 182 卷, 第 3 号, 368-383 頁.
- 小西範幸 [2014] 「統合報告制度の確立—統合報告がもたらす経営・会計のイノベーションに期待して—」『会計・監査ジャーナル』第 26 卷, 第 9 号, 103-112 頁.
- 齋藤静樹編著 [2002] 『会計基準の基礎概念』中央経済社.
- 齋藤隆志・菊谷達弥・野田知彦 [2011] 「何が成果主義賃金制度の導入を決めるか—人事制度改革と企業統治—」宮島英昭編著『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて—』第 5 章.
- 阪智香 [2001] 『環境会計論』東京経済情報出版.
- 阪智香 [2015] 「統合報告の国際的な研究・開示動向と KPI の提言」『會計』第 187 卷, 第 1 号, 97-111 頁.
- 阪智香・大鹿智基 [2011a] 「CO₂ 排出量の株価説明力と情報開示の影響」『会計プロGRESS』第 12 号, 1-12 頁.
- 阪智香・大鹿智基 [2011b] 「排出量取引制度参加等と企業価値」『會計』第 180 卷, 第 4 号, 557-571 頁.
- 桜井久勝 [1991] 『会計利益情報の有用性』千倉書房.
- 桜井久勝編著 [2010] 『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証—』中央経済社.
- 桜井久勝・後藤雅敏 [1985a] 「決算発表に対する株式市場の反応(1)」『企業会計』第 37 卷, 第 11 号, 1574-1579 頁.
- 桜井久勝・後藤雅敏 [1985b] 「決算発表に対する株式市場の反応(2)」『企業会計』第 37 卷, 第 12 号, 1700-1707 頁.
- 櫻井通晴 [2005] 『レピュテーション・マネジメント—「会社の評判」をマネジメントする—』中央経済社.
- 櫻井通晴編著 [2012] 『インタンジブルズの管理会計』中央経済社.
- 佐々木隆文・花枝秀樹 [2014] 「従業員処遇と資本構成」『現代ファイナンス』第 35 号, 63-86 頁.
- 佐藤紘光 [1979] 「会計報告と株式市場—決算内容の情報効果をめぐって—」『企業会計』第 31

- 卷, 第 10 号, 1492-1511 頁.
- 佐藤絃光 [1993] 『業績管理会計』 新世社.
- 佐藤絃光 [2012] 「自主開示か強制開示か」 『企業会計』 第 64 卷, 第 2 号, 265-268 頁.
- 佐藤絃光・鈴木孝則編著 [2013] 『会計情報のモデル分析—論文解題—』 国元書房.
- 椎葉淳・岩崎拓也・乙政正太・首藤昭信 [2012] 「企業価値評価と経営者報酬契約における会計利益の役割—日本企業データを用いた相関分析—」 『會計』 第 182 卷, 第 1 号, 98-112 頁.
- 柴健次 [2011] 「日本の会計制度の着地点」 『會計』 第 179 卷, 第 5 号, 631-645 頁.
- 島永和幸 [2007] 「人的資本の資産性と公正価値測定—サティヤム・コンピュータ・サービス社の事例を中心として—」 『會計プロGRESS』 第 8 号, 63-75 頁.
- 島永和幸 [2011] 「人的資源の評価と測定手法に関する実態分析」 『會計』 第 179 卷, 第 4 号, 551-566 頁.
- 清水孝 [2011] 「IFRS 導入による管理会計の視点の変化」 『企業会計』 第 63 卷, 第 1 号, 103-109 頁.
- 清水孝 [2013] 「財務成果, 顧客満足度および従業員満足度の関係性に関する検討」 『早稲田商学』 第 438 号, 197-217 頁.
- 社会的責任投資フォーラム [2010] 『公募 SRI 投信の純資産残高とファンド本数推移』 社会的責任投資フォーラム.
- 首藤昭信 [2007] 「利益調整の動機分析—損失回避, 減益回避および経営者予想値達成の利益調整を対象として—」 『會計プロGRESS』 第 8 号, 76-92 頁.
- 商事法務 [1984-2015] 『資料版商事法務』 第 1 号—第 377 号.
- 商事法務 [2006-2011] 「株主総会白書」 『旬刊商事法務』 臨時増刊号.
- 白石健治 [2011] 「企業の役割と会計の役割」 『會計』 第 179 卷, 第 5 号, 675-686 頁.
- 鈴木研一・松岡孝介 [2014] 「従業員満足度, 顧客満足度, 財務業績の関係—ホスピタリティ産業における検証—」 『管理会計学』 第 22 卷, 第 1 号, 3-25 頁.
- 鈴木孝則・安珠希 [2014] 「情報評価アプローチによる会計情報と経営者行動の分析」 日本会計研究学会平成 24・25 年度特別委員会最終報告書, 第 5 章.
- 須田一幸 [2000] 『財務会計の機能—理論と実証—』 白桃書房.
- 須田一幸・首藤昭信 [2001] 「経営者の利益予測と裁量的会計行動」 『産業経理』 第 61 卷, 第 2 号, 46-56 頁.
- 須田一幸・首藤昭信 [2004] 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」 須田一幸編著 『ディスクロージャーの戦略と効果』 森山書店.
- 須田一幸・首藤昭信・太田浩司 [2004] 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」 須田一幸編著 『ディスクロージャーの戦略と効果』 森山書店, 第 1 章.
- 須田一幸・竹原均 [2013] 「会計発生高アノマリーと債務不履行リスク」 『現代ディスクロージャー研究』 第 13 号, 15-30 頁.
- 須田一幸・河榮徳・奥村雅史・大鹿智基 [2011] 「実証研究の視点からの財務報告の分析」 広瀬義州編著 『財務報告の变革』 第 5 章.
- 須田一幸・山本達司・乙政正太編著 [2007] 『会計操作』 ダイアモンド社.
- 大和インベスター・リレーションズ [2004] 『株主優待ガイド 2005 年度版』 ソシム.
- 高尾裕二 [2011] 「企業の意思決定と資本市場の価格づけの同時決定的枠組みと会計情報」 『會計』 第 179 卷, 第 5 号, 687-699 頁.
- 高田知美 [2008] 「経営者の裁量行動と継続企業の前提に関する追記の開示」 『會計プロGRESS』 第 9 号, 61-77 頁.
- 竹井善昭 [2010] 『社会貢献でメシを食う.』 ダイアモンド社.
- 竹原均・須田一幸 [2004] 「フリーキャッシュフローモデルと残余利益モデルの実証研究—株価関連性の比較—」 『現代ディスクロージャー研究』 第 5 号, 23-35 頁.
- 田中優希 [2011] 「環境報告書継続開示と株主資本コストの関係について」 『企業会計』 第 63 卷, 第 10 号, 1560-1569 頁.
- 谷本寛治編著 [2004] 『CSR 経営—企業の社会的責任とステイクホルダー—』 中央経済社.
- 地球環境産業技術研究機構 [2008] 『長期と中期の CO₂ 排出削減費用の分析』 地球環境産業技術研究機構.
- 辻正雄 [2005] 「減損会計早々期・早期適用企業の財務分析」 『企業会計』 第 57 卷, 第 4 号, 4-12 頁.

- 辻正雄編著 [2012]『報告利益の管理と株式市場の反応』産研シリーズ第 47 号, 早稲田大学産業経営研究所.
- 辻正雄 [2014]「日本企業の多様性と会計政策の研究」早稲田大学大学院商学研究科 2014 年度第 2 回学生研究発表会記念講演資料.
- 辻正雄 [2015a]「経営者による会計政策と企業業績—減損会計基準の適用とその影響—」『商学研究科紀要』早稲田大学大学院商学研究科, 第 80 号, 1-18 頁.
- 辻正雄 [2015b]『会計基準と経営行動』中央経済社.
- 辻正雄編著 [2015c]『報告利益管理の理論と実証 (仮)』国元書房 (近刊).
- 辻山栄子 [2014]「IFRS のエンドースメントをめぐる制度的課題」『企業会計』第 66 巻, 第 1 号, 33-42 頁.
- 徳賀芳弘 [2011]「会計利益モデルと純資産簿価モデル—フロー・ベースからストック・ベースへのパラダイム転換—」『企業会計』第 63 巻, 第 1 号, 93-102 頁.
- 特許庁 [2010]『企業等における知的財産の評価に関する調査研究報告書』特許庁産業財産権制度問題調査研究報告書.
- 富田知嗣 [2011]「投資スタイルの変化と会計制度の変化」『会計』第 179 巻, 第 5 号, 646-659 頁.
- 内閣府 [2013]『目指すべき市場経済システムに関する報告』目指すべき市場経済システムに関する専門調査会報告書.
- 中尾悠利子・西谷公孝・國部克彦 [2014]「社会・環境パフォーマンスと記述的表現の関係性—社会環境報告書の分析を通して—」『会計』第 185 巻, 第 6 号, 788-801 頁.
- 中川雅博 [2014]「2014 年 6 月株主総会議案とその結果—社外取締役の選任を中心に—」『企業会計』第 66 巻, 第 11 号, 1659-1664 頁.
- 中島真澄 [2010]「会計発生高の質の決定要因分析」『会計』第 177 巻, 第 6 号, 806-821 頁.
- 中條祐介 [2013]「日本企業における非財務情報の開示」『現代ディスクロージャー研究』第 13 号, 153-166 頁.
- 中野誠 [2005]「無形資産と競争優位性・リスクの分析—日米における double-edged sword 仮説の検証—」『会計』第 168 巻, 第 6 号, 848-862 頁.
- 中野誠・松浦良行・大上慎吾 [2005]「残余利益バリュエーション—月次データを用いた実証分析—」『会計プロGRESS』第 6 号, 17-33 頁.
- 奈良沙織・野間幹晴 [2011]「ディスクロージャー優良企業における経営者予想—予測誤差と業績修正行動を中心に—」『現代ディスクロージャー研究』第 11 号, 15-35 頁.
- 奈良沙織・野間幹晴 [2013]「アナリスト予想の価値関連性—アナリスト数の観点から—」『会計』第 184 巻, 第 2 号, 234-247 頁.
- 西崎健司・倉澤資成 [2003]「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」『金融研究』第 22 巻, 別冊第 1 号, 161-199 頁.
- 日本公認会計士協会 [2010]『投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置づけ』経営研究調査会研究報告第 38 号.
- 野坂和夫 [2006]「退職給付会計基準の導入が企業財務および企業行動に与えた影響—『従業員重視型』から『株主重視型』退職給付制度設計への移行—」辻正雄編著『「会計ビッグバン」の意義と評価』産研シリーズ第 37 号, 早稲田大学産業経営研究所, 第 5 章.
- 野間幹晴 [2004]「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から—」『企業会計』第 56 巻, 第 4 号, 529-535 頁.
- 野間幹晴 [2008]「業績予想とモメンタム」『会計』第 174 巻, 第 4 号, 569-583 頁.
- 野間幹晴 [2015]「退職給付に係る負債が業績に与える影響—退職給付引当金と未認識債務の相違—」『会計』第 187 巻, 第 2 号, 251-264 頁.
- 河榮徳 [1998]「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第 377 号, 63-89 頁.
- 河榮徳 [2005]「キャッシュ・フローとアクルーアルの予測能力と価値関連性」石塚博司編『会計情報の現代的役割』白桃書房, 第 13 章.
- 倍和博 [2011]「社会的責任投資をめぐる連係財務報告への展開」『会計』第 179 巻, 第 2 号, 243-255 頁.
- 倍和博 [2014]「非財務情報の開示動向と戦略的活用への視座」『会計』第 186 巻, 第 3 号, 307-319 頁.
- 朴恩芝 [2004]「環境会計情報の開示による資本コスト低減効果の検証」『会計』第 165 巻, 第 3 号, 447-459 頁.

- 朴恩芝 [2008] 「CSR とステークホルダー・エンゲージメント」『香川大学経済論叢』第 82 巻, 第 1・2 号, 87-98 頁.
- 浜田和樹 [2004] 「企業価値モデルと目標・施策展開—特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について—」『管理会計学』第 12 巻, 第 2 号, 47-59 頁.
- 原田昇 [2009] 「インタンジブルズ (intangibles) と管理会計」『管理会計学』第 17 巻, 第 2 号, 23-36 頁.
- 潘健民 [2014] 「報告利益管理の観点から見る日本企業の時価会計への対応」『管理会計学』第 22 巻, 第 1 号, 49-68 頁.
- 平松一夫・徳賀芳弘 [2005] 『会計基準の国際的統一—国際会計基準への各国の対応—』中央経済社.
- 広瀬義州 [2011a] 「財務報告の変革と展望」『企業会計』第 63 巻, 第 12 号, 1746-1755 頁.
- 広瀬義州編著 [2011b] 『財務報告の変革』中央経済社.
- 広瀬義州 [2012] 「会計基準から財務報告基準へ」『會計』第 181 巻, 第 1 号, 1-17 頁.
- 広瀬義州 [2014] 『財務会計 (第 12 版)』中央経済社.
- 広瀬義州・藤井秀樹編著 [2012] 「財務報告のフロンティア」中央経済社.
- 広田真一 [2012] 『株主主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証—』東洋経済新報社.
- 藤井秀樹・山本利章 [1999] 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究—Ohlson モデルの適用と改善の試み—」『會計』第 156 巻, 第 2 号, 170-185 頁.
- 藤田誠 [2007] 『企業評価の組織論的研究—経営資源と組織能力の測定—』中央経済社.
- 古庄修 [2012] 『統合財務報告制度の形成』中央経済社.
- 古庄修 [2015] 「統合報告の制度化をめぐる財務報告の変容」『會計』第 187 巻, 第 1 号, 68-82 頁.
- 細海昌一郎 [2009] 「組織資本と企業業績との関係—上場企業管理職に対する質問票調査による知的資本の実証的研究—」『會計』第 176 巻, 第 3 号, 414-428 頁.
- 堀内真司 [2009] 「企業の社会的責任を迫及する視点—アカウンタビリティの陥穽の傍証として—」『會計』第 176 巻, 第 1 号, 61-76 頁.
- 松本祥尚 [2012] 「非財務情報に対する信頼性付与の必要性」『會計』第 182 巻, 第 3 号, 384-396 頁.
- 三代まり子 [2014] 「国際統合報告<IR>フレームワークの特徴と課題」『企業会計』第 66 巻, 第 5 号, 28-37 頁.
- 水口剛 [2013] 「責任投資と非財務情報の開示」國部克彦編著『社会環境情報ディスクロージャーの展開』中央経済社, 第 3 章.
- 水野一郎 [2015] 「価値多様化と管理会計」『會計』第 187 巻, 第 2 号, 141-155 頁.
- 宮川壽夫 [2011] 「投資家のパワーと経営者裁量のコンフリクト—ファイナンスの理論と実務の視点から—」『會計』第 179 巻, 第 5 号, 660-674 頁.
- 宮島英昭・新田敬祐 [2011] 「株式所有構造の多様化とその帰結—株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割—」宮島英昭編著『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて—』東洋経済新報社, 第 2 章.
- 向山敦夫 [2012] 「CSR の戦略的理解と社会環境情報開示—経済的価値と社会的価値のバランス—」『會計』第 182 巻, 第 3 号, 339-353 頁.
- 向山敦夫 [2015] 「統合報告と CSR 情報開示との位置関係」『會計』第 187 巻, 第 1 号, 83-96 頁.
- 八重倉孝 [2009] 「ディスクロージャーと残余利益」『會計』第 175 巻, 第 4 号, 487-500 頁.
- 八木裕介 [2011] 「サステナビリティ会計の構想と展開」『會計』第 180 巻, 第 4 号, 478-490 頁.
- 八木裕之 [2015] 「会計情報の多様化と統合報告」『會計』第 187 巻, 第 1 号, 54-67 頁.
- 安井肇 [2013] 「国際統合報告フレームワーク協議案について」第 65 巻, 第 7 号, 978-986 頁.
- 安酸建二・緒方勇 [2012] 「利益調整行動と利益目標の達成圧力—期中における利益調整手段としての R&D 費用削減に関する実証研究—」『管理会計学』第 20 巻, 第 1 号, 3-21 頁.
- 矢内一利 [2006] 「連結財務諸表の情報の有意性に関する分析」辻正雄編著『「会計ビッグバン」の意義と評価』産研シリーズ第 37 号, 早稲田大学産業経営研究所, 第 3 章.
- 矢内一利 [2012] 「過去の利益変動が残余利益モデルによる株式評価に及ぼす影響について」辻正雄編著『報告利益の管理と株式市場の反応』産研シリーズ第 47 号, 早稲田大学産業

- 経営研究所, 第4章.
- 弥永真生 [2001] 「情報化・国際化と株主総会運営の実態」『商事法務』第1615号, 16-22頁.
- 弥永真生 [2008] 「排出量取引の会計処理をめぐる課題」『現代ディスクロージャー研究』第8号, 9-23頁.
- 山内暁 [2010] 『暖簾の会計』中央経済社.
- 山口朋泰 [2009] 「機会主義的な実体的裁量行動が将来利益に与える影響」『会計プロGRESS』第10号, 117-137頁.
- 山田辰己 [2012] 「IASBの概念フレームワーク—その役割と特徴—」『会計』第181巻, 第4号, 509-520頁.
- 山本達司 [2009] 「株式所有構造と利益マネジメント」『管理会計学』第17巻, 第2号, 3-21頁.
- 横田絵里 [2000] 「業績測定・評価と報酬システム—日本企業における成果主義への動きについての一考察—」『管理会計学』第8巻, 第1・2号, 51-67頁.
- 吉田和生 [2013] 「退職給付会計における報告利益管理行動と Jones 型モデルの修正」『現代ディスクロージャー研究』第13号, 167-180頁.
- 吉見宏 [2011] 「会計の論理とファイナンスの論理」『会計』第180巻, 第2号, 192-203頁.
- 米山正樹 [2012] 「財務報告基準への展望」『会計』第181巻, 第1号, 46-59頁.
- 若林公美・八重倉孝 [2008] 「企業評価モデルのインプットとしての利益の検討—包括利益と純利益の比較—」『会計』第174巻, 第5号, 673-688頁.
- 渡辺剛 [2006] 「投資意思決定におけるブランド価値評価額の活用」『会計プロGRESS』第7号, 59-71頁.
- 渡邊直人 [2012] 「バランスト・スコアカードによるコントロール機能が財務意識および非財務意識に与える効果」『管理会計学』第20巻, 第1号, 53-70頁.
- Abarbanell, Jeffery S., and Victor L. Bernard [1992], “Tests of Analysts’ Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behavior,” *Journal of Finance*, Vol.47, Iss.3, pp.1181-1207.
- Abarbanell, Jeffery S., and Reuven Lehavy [2003], “Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Reported Earnings in Explaining Apparent Bias and Over/Underreaction in Analysts’ Earnings Forecasts,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.36, Iss.1-3, pp.105-146.
- Adams, Renée B., and Mariassunta Giannetti [2012], “Is Pay a Matter of Values?” *International Review of Finance*, Vol.12, Iss.2, pp.133-173.
- Aerts, Walter, and Denis Cormier [2009], “Media Legitimacy and Corporate Environmental Communication,” *Accounting, Organization and Society*, Vol.34, Iss.1, pp.1-27.
- Aggarwal, Raj, and Sandra Dow [2011], “Greenhouse Gas Emissions Mitigation and Firm Value: A Study of Large North-American and European Firms,” paper presented at Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings, SSRN, available at: <http://ssrn.com/abstract=1929453>.
- AICPA [1994], *Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors: A Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting* (八田進二・橋本尚共訳 [2002] 『事業報告革命—アメリカ公認会計士協会: ジェンキンス報告書—』白桃書房) .
- Akerlof, George A. [1970], “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, Iss.3, pp.488-500.
- Albelda, Esther [2011], “The Role of Management Accounting Practices as Facilitators of the Environmental Management: Evidence from EMAS Organisations,” *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.2, Iss.1, pp.76-100.
- Allouche, José, and Patrice Laroche [2005], “A Meta-Analytical Investigation of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance,” *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, Vol.57, pp.18-41.
- Al-Tuwaijri, Sulaiman A., Theodore E. Christensen, and K. E. Hughes II [2004], “The Relations among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equations Approach,” *Accounting,*

- Organizations and Society*, Vol.29, Iss.5-6, pp.447-471.
- Amir, Eli, and Baruch Lev [1996], "Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, Iss.1-3, pp.3-30.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, and James Wuh Lin [2000], "Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Finance*, Vol.55, no.1, pp.81-106.
- Archibald, T. Ross [1967], "The Return to Straight-Line Depreciation: An Analysis of a Change in Accounting Method," *Journal of Accounting Research*, Vol.5, No.3, pp.164-180.
- Bae, Benjamin, and Heibatollah Sami [2005], "The Effect of Potential Environmental Liabilities on Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.20, No.1, pp.43-70.
- Ball, Ray, and Philip R. Brown [1968], "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, pp.159-178.
- Ballester, Marta, Joshua Livnat, and Nishi Sinha [1999], "Corporate Reorganizations: Changes in the Intensity of Labor and Capital Expenditures," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.26, Iss.9-10, pp.1205-1238.
- Ballester, Marta, Joshua Livnat, and Nishi Sinha [2002], "Tracks: Labor Costs and Investments in Human Capital," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol.17, Iss.4, pp.351-373.
- Banker, Rajiv D., Gordon Potter, and Dhinu Srinivasan [2000], "An Empirical Investigation of an Incentive Plan that Includes Nonfinancial Performance Measures," *The Accounting Review*, Vol.75, No.1, pp.65-92.
- Barth, Mary E., and Maureen F. McNichols [1994], "Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites," *Journal of Accounting Research*, Vol.32, Supplement, pp.177-209.
- Beaver, William H. [1968], "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, Supplement, pp.67-92.
- Bebbington, Jan, and Carlos Larrinaga-González [2008], "Carbon Trading: Accounting and Reporting Issues," *European Accounting Review*, Vol.17, No.4, pp.697-717.
- Bernard, Victor L., and Jacob K. Thomas [1989], "Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?" *Journal of Accounting Research*, Vol.27, Supplement, pp.1-36.
- Beurden, Pieter V., and Tobias Gössling [2008], "The Worth of Values: A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance," *Journal of Business Ethics*, Vol.82, Iss.2, pp.407-424.
- Blacconiere, Walter G., and W. Dana Northcut [1997], "Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.12, No.2, pp.149-178.
- Botosan, Christine A. [1997], "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review*, Vol.72, No.3, pp.323-349.
- Botosan, Christine A., and Marlene A. Plumlee [2002], "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.1, pp.21-40.
- Bowen, Frances, and Bettina Wittneben [2011], "Carbon Accounting: Negotiating Accuracy, Consistency and Certainty across Organisational Fields," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.24, Iss.8, pp.1022-1036.
- Bradshaw, Mark T., Scott A. Richardson, and Richard G. Sloan [2001], "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?" *Journal of Accounting Research*, Vol.39, No.1, pp.45-74.
- Brown, Stephen, Kin Lo, and Thomas Z. Lys [1999], "Use of R² in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.28, Iss.2, pp.83-115.
- Bryant, Lisa, Denise A. Jones, and Sally K. Widener [2004], "Managing Value Creation within

- Firm: An Examination of Multiple Performance Measures,” *Journal of Management Accounting Research*, Vol.16, No.1, pp.107-131.
- Buehler, Vernon M., and Y. K. Shetty [1976], “Managerial Response to Social Responsibility Challenge,” *Academy of Management Review*, Vol.19, No.1, pp.66-78.
- Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Bundesverband der Deutschen Industrie e.V., and Centre for Sustainability Management e.V. [2002], *Sustainability Management in Business Enterprise*, Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit.
- Burgstahler, David, and Ilia Dichev [1997], “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, Iss.1, pp.99-126.
- Burnet, Royce D., and Don R. Hansen [2008], “Ecoefficiency: Defining a Role for Environmental Cost Management,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol.33, Iss.6, pp.551-581.
- Campbell, John Y., Martin Lettau, Burton G. Malkiel, and Yexiao Xu [2001], “Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk,” *Journal of Finance*, Vol.56, Iss.1, pp.1-43.
- Campbell, Katherine, Stephan E. Sefcik, and Naomi S. Soderstorm [2003], “Disclosure of Private Information and Reduction of Uncertainty: Environmental Liabilities in the Chemical Industry,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.21, Iss.4, pp.349-378.
- Cañón-de-Francia, Joaquín, and Concepción Gracés-Ayerbe [2009], “ISO14001 Environmental Certification: A Sign Valued by the Market?” *Environmental and Resource Economics*, Vol.44, Iss.2, pp.245-262.
- CDP [2006], *Carbon Disclosure Project Report 2006 –Japan 150*, CDP Secretariat Japan, Carbon Disclosure Project, Tokyo.
- CDP [2007], *Carbon Disclosure Project Report 2007 –Japan 150*, CDP Secretariat Japan, Carbon Disclosure Project, Tokyo.
- CDP [2008], *Carbon Disclosure Project Report 2008 –Japan 150*, CDP Secretariat Japan, Carbon Disclosure Project, Tokyo.
- CFA [2007], *A Comprehensive Business Reporting Model: Financial Reporting for Investors*.
- Chang, Xin, Sudipto Dasgupta, and George Wong [2010], “Internal Cash Flows, Firm Valuation, and the Simultaneity of Corporate Policies,” Working Paper, Nanyang Technological University.
- Chapple, Larelle, Peter M. Clarkson, and Daniel L. Gold [2013], “The Cost of Carbon: Capital Market Effects of the Proposed Emission Trading Scheme (ETS),” *Abacus*, Vol.49, Iss.1, pp.1033.
- Cho, Charles H., Martin Freedman, and Dennis M. Patten [2012], “The Role of Environmental Disclosures as Tools of Legitimacy: A Research Note,” *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.25, Iss.3, pp.486-507.
- Cho, Charles H., and Robin W. Roberts [2010], “Environmental Reporting on the Internet by America’s Toxic 100: Legitimacy and Self-Presentation,” *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol.11, Iss.1, pp.1-16.
- Cho, Charles H., Robin W. Roberts, and Dennis M. Patten [2010], “The Language of US Corporate Environmental Disclosure,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol.35, Iss.4, pp.431-443.
- Christensen, John A., and Joel S. Demski [2003], *Accounting Theory: An Information Content Perspective*, McGraw-Hill, (佐藤紘光監訳 [2007] 『会計情報の理論—情報内容パースペクティブ—』 中央経済社) .
- Christmann, Petra [2000], “Effects of ‘Best Practices’ of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets,” *The Academy of Management Journal*, Vol.43, No.4, pp.663-680.
- Clarkson, Peter M., Yue Li, Gordon D. Richardson, and Florin P. Vasvari [2011], “Does It Really Pay to Be Green? Determinants and Consequences of Proactive

- Environmental Strategies,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.30, Iss.2, pp.122-144.
- Colombo, Massimo G, and Luca Grilli [2006], “Founders’ Human Capital and the Growth of New Technology-Based Firms: A Competence-Based View,” *Research Policy*, Vol.34, Iss.6, pp.795-816.
- Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker [1999], “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.51, Iss.3, pp.371-406.
- Cormier, Denis, and Michel Magnan [1997], “Investors’ Assessment of Implicit Environmental Liabilities: An Empirical Investigation,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.16, Iss.2, pp.215-241.
- Cox, Carol A., and Edward B. Douthett Jr. [2009], “Further Evidence on the Factors and Valuation Associated with the Level of Environmental Liability Disclosures,” *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol.13, No. 3, pp.1-26.
- Dasgupta, Sudipto, Jie Gan, and Ning Gao [2010] “Transparency, Price, and Stock Return Synchronicity: Theory and Evidence,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.45, No.5, pp.1189-1220.
- DeAngelo, Linda E. [1986], “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders,” *The Accounting Review*, Vol.61, No.3, pp.400-420.
- Dechow, Patricia M. [1994], “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.18, Iss.1, pp.3-42.
- Dechow, Patricia M., and Ilia D. Dichev [2002], “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, Vol.77, Supplement, pp.35-59.
- Dechow, Patricia M., Scott A. Richardson, and Irem Tuna [2003], “Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation,” *Review of Accounting Studies*, Vol.8, Iss.2-3, pp.355-384.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney [1995], “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, Vol.70, No.2, pp.193-225.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney [1996], “Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.13, Iss.1, pp.1-36.
- DeFond, Mark L., and James Jiambalvo [1994], “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, Iss.1-2, pp.145-176.
- Demski, Joel S., and Gerald A. Feltham [1976], *Cost Determination: A Conceptual Approach*, Iowa State University Press.
- Department of Trade and Industry [2003a], *The SIGMA Guidelines Putting Sustainable Development into Practice-A Guide for Organization*, Department of Trade and Industry (in UK).
- Department of Trade and Industry [2003b], *The SIGMA Guidelines-Toolkit Sustainability Scorecard*, Department of Trade and Industry (in UK).
- DeKlerk, Marna, and Charl DeVilliers [2012], “The Value Relevance of Corporate Responsibility Reporting: South African Evidence”, *Meditari Accountancy Research*, Vol.20, Iss.1, pp.21-38.
- DeVilliers, Charl, Leonardo Rinaldi, and Jeffrey Unerman [2014], “Integrated Reporting: Insights, Gaps and an Agenda for Future Research,” *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.27, Iss.7, pp 1042-1067.
- DeVilliers, Charl, and Chris J. Van Staden [2011], “Where Firms Choose to Disclose Voluntary Environmental Information,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.30, Iss.6, pp.504-525.
- Dhaliwal Dan S., Oliver Zhen Li, Albert Tsang, and Yong George Yang [2011], “Voluntary

- Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting,” *The Accounting Review*, Vol.86, No.1, pp.59-100.
- Dias-Sardinha, Idalina, and Lucas Reijnders [2005], “Evaluating Environmental and Social Performance of Large Portuguese Companies: A Balanced Scorecard Approach,” *Business Strategy and the Environment*, Vol.14, Iss.2, pp.73-91.
- Dias-Sardinha, Idalina, Lucas Reijnders, and Paula Antunes [2002], “From Environmental Performance Evaluation to Eco-efficiency and Sustainability Balanced Scorecard,” *Environmental Quality Management*, Vol.12, No.2, pp.51-64.
- Dias-Sardinha, Idalina, Lucas Reijnders, and Paula Antunes [2007], “Developing Sustainability Balanced Scorecards for Environmental Services: A Study of Three Large Portuguese Companies,” *Environmental Quality Management*, Vol.16, Iss.4, pp.13-34.
- Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston [1995], “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications,” *Academy of Management Review*, Vol.20, No.1, pp.65-91.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales [2003], “The Corporate Governance Role of the Media,” *NBER Working Paper*, No.9309.
- Dye, Ronald A. [1988], “Earnings Management in an Overlapping Generations Model,” *Journal of Accounting Research*, Vol.26, No.2, pp.195-235.
- Dyllick, Thomas, and Kai Hockerts [2002], “Beyond the Business Case for Corporate Sustainability,” *Business Strategy and the Environment*, Vol.11, Iss.2, pp.130-141.
- Easterwood, John C., and Stacey R. Nutt [1999], “Inefficiency in Analysts’ Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?” *Journal of Finance*, Vol.54, Iss.5, pp.1777-1797.
- Easton, Peter, and Mark Zmijewski [1993], “SEC from 10-K/10-Q Reports to Shareholders: Reporting Lags and Squared Market Model Prediction Errors,” *Journal of Accounting Research*, Vol.31, No.1, pp.113-129.
- Ebihara, Takashi, and Ahamed R. Ajward [2013], “Do Outside Directors and Their Financial Expertise Matter in Earnings Quality?” *The Journal of Management Accounting, Japan*, Supplement 2, pp.31-64.
- Eccles, Robert G. [2010], *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*, Wiley.
- Ecker, Frank, Jennifer Francis, Per Olsson, and Katherine Schipper [2013], “Estimation Sample Selection for Discretionary Accruals Models,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.56, Iss.2-3, pp.190-211.
- Edmans, Alex [2008], “Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices,” *Working Paper*, University of Pennsylvania.
- Elijido-Ten, Evangelina, Louise Kloot, and Peter Clarkson [2010], “Extending the Application of Stakeholder Influence Strategies to Environmental Disclosures: An Exploratory Study from a Developing Country”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.23, Iss.8, pp.1032-1059.
- European Sustainable Investment Forum [2010], *2010 European SRI Study 2010-Revised Edition*, Eurosif.
- Fama, Eugene F. [1970], “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, Vol.25, Iss.2, pp.383-417.
- FASB [1978], Statement of Financial Accounting Concepts No.1, *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, Financial Accounting Standards Board, (平松一夫・広瀬義州訳 [2002] 『FASB 財務会計の諸概念 増補版』中央経済社) .
- Feltham, Gerald A., and James A. Ohlson [1995], “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, Iss.2, pp.689-731.
- Figge, Frank, Tobias Hahn, Stefan Schaltegger, and Marcus Wagner [2002], “The Sustainability Balanced Scorecard: Linking Sustainability Management to Business Strategy,” *Business Strategy and the Environment*, Vol.11, No.5, pp.269-284.
- Figge, Frank, Tobias Hahn, Stefan Schaltegger, and Marcus Wagner [2003], “The

- Sustainability Balanced Scorecard as a Framework to Link Environmental Management Accounting with Strategic Management,” in *Environmental Management Accounting: Purpose and Progress*, edited by Bennett, M., P. Rikhardsson and S. Schaltegger, 17-40. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Francis, Jennifer, Per Olsson, and Dennis R. Oswald [2000], “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates,” *Journal of Accounting Research*, Vol.38, No.1, pp.45-70.
- Freeman, R. Edward [1984] *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman.
- French, Kenneth R., G. William Schwert, and Robert F. Stambaugh [1987], “Expected Stock Returns and Volatility,” *Journal of Financial Economics*, Vol.19, Iss.1, pp.3-29.
- Frias-Aceituno, José, Lazaro Rodriguez-Ariza, and I. M. Garcia-Sanchez [2012], “The Role of the Board in the Dissemination of Integrated Corporate Social Reporting,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.20, Issue 4, pp.219-233.
- Friedman, Andrew L., and Samantha Miles [2002], “Developing Stakeholder Theory,” *Journal of Management Studies*, Vol.39, Iss.1, pp.1-21.
- Friedman, Andrew L., and Samantha Miles [2006], *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Garber, Steven, and James K. Hammitt [1998], “Risk Premium for Environmental Liability: Does Superfund Increase the Cost of Capital?” *Journal of Environmental Economics and Management*, Vol.36, Iss.3, pp.267-294.
- Garcia-Castro, Roberto, Miguel A. Ariño, and Miguel A. Canela [2010], “Does Social Performance Really Lead to Financial Performance?” *Journal of Business Ethics*, Vol.92, Iss.1, pp.107-126.
- Graham, Allan, John J. Hafer, and W. Dana Northcut [2001], “Environmental Liability Information and Bond Ratings,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.16, No.2, pp.93-116.
- Griffin, Jennifer J., and John F. Mahon [1997], “The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research,” *Business and Society*, Vol.36, No.1, pp.5-31.
- Griffin, Paul A., David H. Lont, and Yuan Sun [2012], “The Relevance to Investors of Greenhouse Gas Emission Disclosures,” SSRN, available at: <http://ssrn.com/abstract=1735555>.
- Guidry, Ronald P., and Dennis M. Patten [2010], “Market Reactions to the First-Time Issuance of Corporate Sustainability Reports: Evidence That Quality Matters.” *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.1, Iss.1, pp.33-50.
- Haigh, Matthew, and Matthew A. Shapiro [2012], “Carbon Reporting: Does It Matter?” *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.25, Iss.1, pp.105-125.
- Haller, A., van Staden, C. [2014], “The Value Added Statement: An Appropriate Instrument for Integrated Reporting,” *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.27, Iss.7, pp.1190-1216.
- Hansson, B. [2004], “Human Capital and Stock Returns: Is the Value Premium an Approximation for Return on Human Capital?” *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol.31, Iss.3-4, pp.333-358.
- Hatakeda, Takashi, Katsuhiko Kokubu, Takehisa Kajiwara, and Kimitaka Nishitani [2012], “Factors Influencing Corporate Environmental Protection Activities for Greenhouse Gas Emission Reductions: The Relationship between Environmental and Financial Performance,” *Environmental and Resource Economics*, Vol.53, Iss.4, pp.455-481.
- Hayn, Carla [1995], “The Information Content of Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, Iss.2, pp.125-153.
- Healy, Paul M. [1985], “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, Iss.1-3, pp.85-107.
- Henri, Jean-François, and Marc Journeault [2010], “Eco-Control: The Influence of Management Control Systems on Environmental and Economic Performance,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol.35, Iss.1, pp.63-80.

- Hicks, John [1963], *The Theory of Wages*, London, Macmillan.
- Hilary, Gilles, and Kai Wai Hui [2009], "Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?" *Journal of Financial Economics*, Vol.93, Iss.3, pp.455-473.
- Hilary, Gilles, and Tomoki Oshika [2006], "Shareholder Activism with Weak Corporate Governance: Social Pressure, Private Cost and Organized Crime," *The Journal of Management Accounting, Japan*, Supplement 1, pp.55-73.
- Hindley, Terita, and Pieter W. Buys [2012], "Integrated Reporting Compliance with the Global Reporting Initiative Framework: An Analysis of the South African Mining Industry," *International Business & Economics Research Journal*, Vol.11, No.11, pp.1249-1260.
- Hsu, Yu-Lung, and Chun-Chu Liu [2010], "Environmental Performance Evaluation and Strategy Management Using Balanced Scorecard," *Environmental Monitoring and Assessment*, Vol.170, Iss.1-4, pp.599-607.
- Hubbard, Graham [2009], "Measuring Organizational Performance: Beyond the Triple Bottom Line," *Business Strategy and the Environment*, Vol.18, Iss.3, pp.177-191.
- Hughes, K. E. II [2000], "The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry," *The Accounting Review*, Vol.75, No.2, pp.209-228.
- IASB [2010a], *Conceptual Framework for Financial Reporting*, International Accounting Standards Board.
- IASB [2010b], *IFRS Practice Statement: Management Commentary: A Framework for Presentation*, International Accounting Standards Board.
- IIRC [2011], Discussion Paper, *Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*, International Integrated Reporting Committee.
- IIRC [2013], *The International <IR> Framework*, International Integrated Reporting Council.
- Intergovernmental Panel on Climate Change [2007], *Climate Change 2007: The Physical Science Basis*, IPCC Fourth Assessment Report.
- International Accounting Standards Board [2010], *Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*, IASB.
- Ittner, Christopher D., and David F. Larcker [1998], "Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction," *Journal of Accounting Research*, Vol.36, No.1, pp.1-35.
- Jensen, Julia C., and Nicola Berg [2012], "Determinants of Traditional Sustainability Reporting versus Integrated Reporting: An Institutional Approach," *Business Strategy and the Environment*, Vol.21, Issue 5, pp.299-316.
- Jin, Li, and C. Myers [2006], "R² around the World: New Theory and New Tests," *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.257-292.
- Johnson, Charles E. [1966], "Management's Role in External Accounting Measurements," in Robert K. Jaedicke, Yuji Ijiri, and Oswald Nielsen eds., *Research in Accounting Measurement*, American Accounting Association, pp.88-100.
- Johnson, H. Thomas, and Robert S. Kaplan [1987], *Relevance Lost: Rise and Fall of Management Accounting*, Boston, Harvard Business School Press.
- Johnston, Derek M., Stephan E. Sefick, and Naomi S. Soderstorm [2008], "The Value Relevance of Greenhouse Gas Emissions Allowances: An Exploratory Study in the Related United States SO₂ Market," *European Accounting Review*, Vol.17, Iss.4, pp.747-764.
- Jones, Jennifer J. [1991], "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No.2, pp.193-228.
- Junttila, Juha, Juha-Pekka Kallunki, Aki Karja, and Minna Martikainen [2005], "Stock Market Response to Analysts' Perceptions and Earnings in a Technology-Intensive Environment," *International Review of Financial Analysis*, Vol.14, Iss.1, pp.77-92.
- Kang, Jun-Koo, and Anil Shivdasani [1997], "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol.46, Iss.1, pp.29-65.
- Kang, Sok-Hyon, and K. Sivaramakrishnan [1995], "Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach," *Journal of Accounting Research*, Vol.33, No.2, pp.353-367.

- Kaplan, Robert S., and David P. Norton [1992], "The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance," *Harvard Business Review*, 1992, January–February, pp.71–79.
- Kaplan, Robert S., and David P. Norton [1996], *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Boston, Harvard Business School Press.
- Kaplan, Robert S., and David P. Norton [2001], *The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment*. Boston, Harvard Business School Press.
- Kaplan, Robert S., and David P. Norton [2004], *Strategy Maps: Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*. Boston, Harvard Business School Press.
- Kaplan, Steven N. [1994], "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *The Journal of Political Economy*, Vol.102, pp.510-546.
- Kaszniak, Ron [1999], "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, Vol.37, No.1, pp.57-81.
- Kim, Oliver, and Robert E. Verrecchia [2001], "The Relation among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information," *The Accounting Review*, Vol.76, No.4, pp.633-654.
- King, Andrew, and Michael Lenox [2002], "Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction," *Management Science*, Vol.48, Iss.2, pp.289-299.
- Klassen, Robert D., and Curtis P. McLaughlin [1996], "The Impact of Environmental Management on Firm Performance," *Management Science*, Vol.42, No.8, pp.1199-1214.
- Kolk, Ans, David Levy, and Jonatan Pinkse [2008], "Corporate Responses in an Emerging Climate Regime: The Institutionalization and Commensuration of Carbon Disclosure," *European Accounting Review*, Vol.17, No.4, pp.719-745.
- Konar. Shameek, and Mark A. Cohen [2001], "Does the Market Value Environmental Performance?" *The Review of Economics and Statistics*, Vol.83, No.2, pp.281-289.
- Kosovic, Katarina, and Pragna Patel [2013], "Integrated Reporting: Is it Value Relevant? A Quantitative Study on Johannesburg Stock Exchange," Master thesis within Business Administration, Jönköping, Sweden.
- Kothari, S. P. [2001], "Capital Market Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, Iss.1-3, pp.105-231.
- Lajili, Kaouthar, and Daniel Zéghal [2006], "Market Performance Impacts of Human Capital Disclosures," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.25, Iss.2, pp.171-194.
- Lev, Baruch, and Aba Schwartz [1971], "On the Use of Economic Concept of Human Capital in Financial Statements," *The Accounting Review*, Vol.46, No.1, pp.103-112.
- Lev, Baruch, and Theodore Sougiannis [1996], "The Capitalization, Amortization, and Value-relevance of R&D," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.21, Iss.1, pp.107-138.
- Liang, Pierre Jinghong [2004], "Equilibrium Earnings Management, Incentive Contracts, and Accounting Standards," *Contemporary Accounting Research*, Vol.21, Iss.3, pp.685-717.
- Lie, Jerry W., and Mark I. Hwang [2010], "Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis," *International Journal of Auditing*, Vol.14, Iss.1, pp.57-77.
- Liu, Jing, and James A. Ohlson [2000], "The Feltham-Ohlson [1995] Model: Empirical Implications," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol.15, pp.321-331.
- Loughran, Tim, and Paul Shultz [2004], "Weather, Stock Returns, and the Impact of Localized Trading Behavior," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.2, pp.343-364.
- Lu, Zhen [2011], "Emissions Trading in China: Lessons from Taiyuan SO₂ Emissions Trading Program," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.2, Iss.1, pp.27-44.
- Lundholm, Russell, and Lynda A. Myers [2002], "Bringing in the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns-Earnings Relation," *Journal of Accounting Research*, Vol.40, pp.809-839.

- Maddala, G. S. [1983], *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics*, New York, Cambridge University Press.
- Magness, Vanessa [2006], "Strategic Posture, Financial Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Test of Legitimacy Theory," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.19, Iss.4, pp.540-563.
- Magness, Vanessa [2010], "Environmental Disclosure in the Mining Industry: A Signaling Paradox?" *Advances in Environmental Accounting and Management*, Vol.4, pp.55-81.
- Malina, Mary A., Hanne Nørreklit, and Frank H. Selto [2007], "Relations among Measures, Climate of Control, and Performance Measurement Models," *Contemporary Accounting Research*, Vol.24, Iss.3, pp.935-982.
- Margolis, Joshua D., and James P. Walsh [2003], "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business," *Administrative Science Quarterly*, Vol.48, Iss.2, pp.268-305.
- Marom, Isaiah Yeshayahu [2006], "Toward a Unified Theory of the CSP-CEP Link," *Journal of Business Ethics*, Vol.67, Iss.2, pp.191-200.
- Maruko, Eiko [2002], "Sokaiya and Japanese Corporations," *Electronic Journal of Contemporary Japanese Studies*, Review 7.
- Matsumura, Ella Mae, Rachna Prakash, and Sandra C. Vera-Muñoz [2011], "Voluntary Disclosures and the Firm-Value Effects of Carbon Emissions," SSRN, available at: <http://ssrn.com/abstract=1921809>.
- McNichols, Maureen F. [2000], "Research Design Issues in Earnings Management Studies," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.19, Iss.4-5, pp.313-345.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani [1961], "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol.34, No.4, pp.411-433.
- Milne, Markus J., and Suzana Grubnic [2011], "Climate Change Accounting Research: Keeping It Interesting and Different," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.24, Iss.8, pp.948-977.
- Milne, Markus J., and Dennis M. Patten [2002], "Securing Organizational Legitimacy: An Experimental Decision Case Examining the Impact of Environmental Disclosure," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.15, Iss.3, pp.372-405.
- Möller, Andreas, and Stefan Schaltegger [2005], "The Sustainability Balanced Scorecard as a Framework for Eco-Efficiency Analysis," *Journal of Industrial Ecology*, Vol.9, Iss.4, pp.73-83.
- Moneva, José M., and Beatriz Cuellar [2009], "The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting," *Environmental and Resource Economics*, Vol.44, Iss.3, pp.441-456.
- Morck, Randball, Bernard Yeung, and Wayne Yu [2000], "The Information Contents of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?" *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.215-260.
- Murray, Alan, Donald Sinclair, David Power, and Rob Gray [2006], "Do Financial Markets Care about Social and Environmental Disclosure?" *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.19, Iss.2, pp.228-255.
- Myers, Stewart C. [2000], "Outside Equity," *Journal of Finance*, Vol.55, Iss.3, pp.1005-1037.
- Nakao, Yuriko, Akihiro Amano, Kanichiro Matsumura, Kiminori Genba, and Makiko Nakano [2007], "Relationship between Environmental Performance and Financial Performance: An Empirical Analysis of Japanese Corporations," *Business Strategy and the Environment*, Vol.16, Iss.2, pp.106-118.
- Nishitani, Kimitaka, and Katsuhiko Kokubu [2012], "Why Does the Reduction of Greenhouse Gas Emissions Enhance Firm Value? The Case of Japanese Manufacturing Firms," *Business Strategy and the Environment*, Vol.21, Iss.8, pp.517-529.
- OECD [2003], *The Forgotten Benefits of Climate Change Mitigation: Innovation, Technological Leapfrogging, Employment, and Sustainable Development*, OECD, Paris.
- Ogino, Hiroshi [1997], "The Sokaiya's Grip on Corporate Japan," *Japan Quarterly*(July-

- September*), pp.15-22.
- Ohlson, James A. [1995], "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, Iss.2, pp.661-687.
- Ohlson, James A. [1999], "On Transitory Earnings," *Review of Accounting Studies*, Vol.4, Iss.3-4, pp.145-162.
- Ohlson, James A. [2001], "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective," *Contemporary Accounting Research*, Vol.18, Iss.1, pp.107-120.
- Ohlson, James A., and Beate E. Juettner-Nauroth [2005], "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value," *Review of Accounting Studies*, Vol.10, Iss.2-3, pp.349-365.
- Ohlson, James A., and Stephen H. Penman [1992], "Disaggregated Accounting Data as Explanatory Variables for Returns," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.7, Iss.4, pp.553-573.
- Orlitzky, Marc, Frank L. Schmidt, and Sara L. Rynes [2003], "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis," *Organization Studies*, Vol.24, No.3, pp.403-441.
- Oshika, Tomoki, Shoji Oka, and Chika Saka [2013], "Connecting the Environmental Activities of Firms with the Return on Carbon (ROC): Mapping and Empirically Testing a Carbon Sustainability Balanced Scorecard (SBSC)," *The Journal of Management Accounting, Japan*, Supplement 2, pp.81-97.
- Oshika, Tomoki, and Chika Saka [2015], "Created Value as Sustainability KPIs for Integrated Reporting," Available at <http://ssrn.com/abstract=2547339>.
- Ou, Jane A., and Stephen H. Penman [1989], "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, Iss.4, pp.295-329.
- Penman, Stephen H., and Theodore Sougiannis [1998], "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, Iss.3, pp.343-383.
- Piotroski, Joseph D., and Barren T. Roulstone [2004], "The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices," *Accounting Review*, Vol.79, No.4, pp.1119-1151.
- Porter, Michael E. [1991], "America's Green Strategy," *Scientific American*, Vol.264, No.4, p.168.
- Porter, Michael E., and Mark R. Kramer [2011], "Creating Shared Value," *Harvard Business Review*, Vol.89, No.1/2, pp.62-77.
- Premuroso, Ronald F., and Somnath Bhattacharya [2008], "Do Early and Voluntary Filers of Financial Information in XBRL Format Signal Superior Corporate Governance and Operating Performance?" *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol.9, Iss.1, pp.1-20.
- Prevost, Andrew K., and Ramesh P. Rao [2000], "Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds?" *Journal of Business*, Vol.73, No.2, pp.177-204.
- PRI [2013], "Integrated Analysis: How Investors Are Addressing Environmental, Social and Governance Factors in Fundamental Equity Valuation," (http://www.unpri.org/viewer/?file=wp-content/uploads/Integrated_Analysis_2013.pdf, 2015年9月22日閲覧), Principles for Responsible Investment.
- Rankin, Michaela, Carolyn Windsor, and Dina Wahyuni [2011], "An Investigation of Voluntary Corporate Greenhouse Gas Emissions Reporting in a Market Governance System: Australian Evidence," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.24, Iss.8, pp.1037-1070.
- Ronen, Joshua, and Varda Yaari [2008], *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, New York, Springer.
- Rosett, Joshua G. [2001], "Equity Risk and Labor Stock: The Case of Union Contracts," *Journal of Accounting Research*, Vol.39, No.2, pp.337-364.
- Rosett, Joshua G. [2003], "Labour Leverage, Equity Risk and Corporate Policy Choice,"

- European Accounting Review*, Vol.12, Iss.4, pp.699-732.
- Said, Amal A., Hassan R. HassabElnaby, and Benson Wier [2003], "An Empirical Investigation of the Performance Consequences of Nonfinancial Measures," *Journal of Management Accounting Research*, Vol.15, No.1, pp.193-223.
- Saka, Chika, and Tomoki Oshika [2010], "Market Valuation of Corporate CO₂ Emissions Trading," SSRN, available at: <http://ssrn.com/abstract=1619009>.
- Saka, Chika, and Tomoki Oshika [2014], "Disclosure Effects, Carbon Emissions and Corporate Value," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.5, No.1, pp.22-45.
- Schaltegger, Stefan [2011], "Sustainability Management Control," in *Environmental Management Accounting and Supply Chain Management*, edited by Roger L. Burritt, Stefan Schaltegger, Martin Bennett, Tuula Pohjola, and Maria Csutora, 337-352. Dordrecht: Springer.
- Schiff, Michael [1966], "Accounting Tactics and the Theory of the Firm," *Journal of Accounting Research*, Vol.4, No.1, pp.62-67.
- Schipper, Katherine, and Linda Vincent [2003], "Earnings Quality," *Accounting Horizons*, Vol.17, Supplement, pp.97-110.
- SEC [2010], *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change: Final Rule*.
- Simnett Roger, and Anna L. Huggins [2015], "Integrated Reporting and Assurance: Where Can Research Add Value?," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.6, Iss.1, pp.29-53.
- Sinkin, Charlene, Charlotte J. Wright, and Royce D. Burnett [2008], "Eco-Efficiency and Firm Value," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.27, Iss.2, pp.167-176.
- Smith, Michael P. [1996], "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance*, Vol.51, Iss.1, pp.227-252.
- Social Investment Forum [2010], *2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Social Investment Forum Foundation.
- Solomon, Jill Frances, and Aris Solomon [2011], "Private Climate Change Reporting: An Emerging Disclosure of Risk and Opportunity?" *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.24, Iss.8, pp.1119-1148.
- Stanny, Elizabeth, and Kirsten Ely [2008], "Corporate Environmental Disclosures about the Effects of Climate Change," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.15, Iss.6, pp.338-348.
- Stanwick Peter A., and Sarah D. Stanwick [1998], "The Relationship between Corporate Social Performance and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination," *Journal of Business Ethics*, Vol.17, Iss.2, pp.195-204.
- Stein, Jeremy C. [1989], "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.104, No.4, pp.655-669.
- Stern, Nicholas, Cabinet Office-HM Treasury (UK's Economic & Finance Ministr) [2006], *Economics of Climate Change: The Stern Review*, Cambridge University Press.
- Stewart, G. B. [1991], *The Quest for Value: The EVATM Management Guide*, Harper. (日興リサーチセンター・河田剛・長掛良介・須藤亜里訳『EVA™創造の経営』)
- Subramanyan, K. R. [1996], "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, Iss.1-3, pp.249-281.
- Suchman, Mark C. [1995], "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches," *The Academy of Management Review*, Vol.20, No.3, pp.571-610.
- Szymkowiak, Kenneth [2001], *Sokaiya: Extortion, Protection, and the Japanese Corporation*, East Gate Books.
- UNEP Finance Initiative and PRI [2011], *University Ownership – Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors*, UNEP Finance Initiative and PRI Association, Geneva.
- UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact [2006], *Principles for Responsible*

- Investment-An Investor Initiative in Partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact*, UNEP, Nairobi.
- Van Zyl, Anria S. [2013], "Sustainability and Integrated Reporting in the South African Corporate Sector," *International Business and Economics Research Journal*, Vol.12, No.8, pp.903-926.
- Wagner, Marcus, and Stefan Schaltegger [2006], "Mapping the Links of Corporate Sustainability: Sustainability Balanced Scorecards as a Tool for Sustainability Performance Measurement and Management," in *Managing the Business Case for Sustainability: The Integration of Social, Environmental and Economics Performance*, edited by Stefan Schaltegger and Marcus Wagner, 108-126. Sheffield: Greenleaf Publishing.
- Wahal, Sunil [1996], "Pension Fund Activism and Firm Performance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No.1, pp.1-23.
- Wu, M. L. [2006], "Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis," *Journal of American Academy of Business*, Vol.8, No.1, pp.163-171.
- WWF [2008], *The Climate Savers Programme: How Corporations Can Save the Climate*, WWF International, Gland.
- Wyatt, Anne [2008], "What Financial and Non-Financial Information on Intangibles Is Value-Relevant? A Review of the Evidence," *Accounting and Business Research*, Vol.38, No.3, pp.217-256.
- Yu, Jing [2011], "Stock Price Informativeness and Corporate Governance: An International Study," *International Review of Finance*, Vol.11, No.4, pp.477-514.
- Zhou, S. [2014], "Integrated Reporting, Assurance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Mandatory Adoption of Integrated Reporting in South Africa", Working Paper, University of New South Wales, August 2014.