

研究指導 大橋 良生 講師

株主構成が CSR 報告書作成に与える影響

菅野 美月

1. 問題の所在

1.1 上場企業による情報開示

利害関係者に対し、企業は、損益計算書や貸借対照表などの財務諸表を公表している。財務諸表は利害関係者に経営成績や財政状態を示すものであり、会計基準に基づいて作成される。さらに、金融商品取引法は、上場企業に対して財務諸表を含む有価証券報告書の作成義務を設けている。

このように、様々な法的規制が財務諸表の作成や開示を規定している。さらに、最近ではこのような財務情報だけでなく、非財務情報を提供する企業が大会社を中心に増えてきている。これは、利害関係者の企業価値の評価に対し、財務情報だけではなく、非財務情報が用いられるようになってきていることが背景にある。この非財務情報の報告書には、CSR 報告書、環境報告書、アニュアルレポート、コーポレート・ガバナンスに関する報告書、統合報告書などがある。

1.2 非財務情報の開示状況

財務諸表と異なり、明確な基準力規定がある訳ではないため、開示されている非財務情報は多種多様である。中でも注目されているのが CSR に関する情報である。CSR とは、corporate social responsibility の略であり、企業の社会的責任を意味する。CSR 報告書は、それに関連して、環境、社会およびガバナンスに関する情報が含まれている。

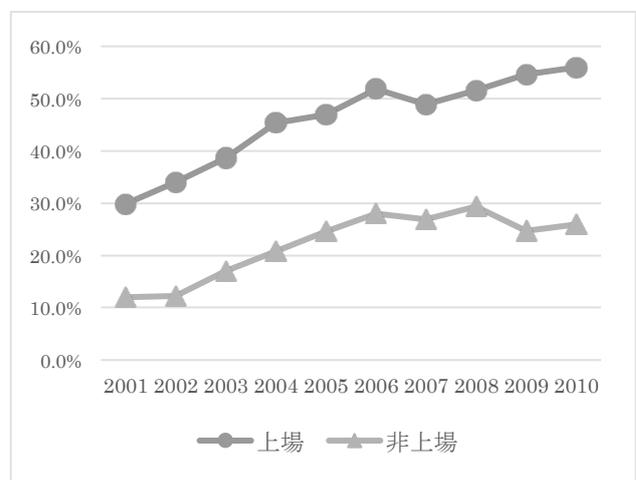
欧州では、2017 年以降 500 人以上の従業員を抱えるすべての上場企業は、環境、社会およびガバナンスに関する報告を年次で行うことが義務付けられることとなった。このことから、これらの情報が重要視されてきていることがわかる。

日本企業でも、CSR に関する報告書は関心を集めてきており、その中でも先駆けて作成されてきたのが環境報告書である。図表1は、企業が環境報告書を作成している割合を示しており、上場企業を中心に年々増加傾向にあることがわかる。上場企業はもちろんのこと、

非上場企業の作成割合も増加していることから、これらの情報開示が重要視されてきているといえる。

また、近年では、環境だけではなく、非財務情報の報告書の作成を求める動きが強まっている。日経 225 などの大会社を中心に CSR に関する報告書を作成する企業は増えてきている。しかし、コストが掛かるなどの理由から、まだまだ作成している企業は多くない。

図表1 環境報告書開示企業の割合の推移



(出所) PwC Japan ホームページ

1.3 本稿の目的

非財務情報の開示は法的に義務付けられているものではなく、その作成にはコストがかかる。一方、中尾(2012)によれば、環境、社会およびガバナンスの情報開示をしている企業は、開示しない企業よりも低い資本コストになることが Dhaliwal et al(2011)により報告されている。また、欧州で CSR 報告書に関する報告が求められるようになってきていることを考えると、日本企業もまた非財務情報を積極的に開示することが求められているといえる。

しかし、日本企業で報告書を作成している企業はまだ多くない。また、報告書を作成している企業であっても、その内容は法的に規定されているわけではないため、企業により情報開示にばらつきがあるのが現状で

ある。

本稿では、株主や投資家の投資意思決定に有用な情報の一つとして非財務情報が重視されていることを受け、CSR 報告書作成に対し、株主構成が影響を与えているか否かを検証する。先行研究では、財務情報の開示に株主構成が影響を与えていることが示されている。そのため、非財務情報に対しても、その影響が予想される。本研究により、株主が CSR 報告書作成に影響を与えているか否か、及び、どのような株主が影響しているかが明らかとなる。

2. 先行研究

CSR に関する先行研究として、加賀田(2009)では CSR が短期的に業績に与える影響を検証する研究が行われた。分析の結果、短期的には、業績を向上させる効果は確認されなかった。

北見(2008)は、レピュテーション・マネジメントにおける CSR のあり方及び CSR コミュニケーションのあり方について示唆を与えることを目的とし、その結果として、コーポレート・レピュテーションを獲得するためには前提として「信頼のある製品やサービス」が必要になることが指摘されている。また、高評判の企業は低評判の企業よりも CSR に関する情報を数多く発信している事実も明らかとなった。これは、投資家による評価に対し、CSR 情報が用いられていることを示唆している。

中尾他(2005)では、環境保全活動の強化が財務業績に対してプラスの影響を及ぼすという仮説を検証している。その結果、環境保全活動は業績にプラスの影響を及ぼし、さらに環境政策対応に関する情報を加えた方が、財務パフォーマンスに及ぼすプラスの影響が強くなることが示された。

上原(2009)では、CSR とワークモチベーションの正のスパイラル関係を測定する方法を提示し、両者の間に CSR とワークモチベーションの正のスパイラルがあることが確認された。

これらの先行研究は、CSR 活動は業績や評判などに影響を与えていることを示している。CSR 活動に利害関係者や社会が注目し始めたことで、CSR 活動を積極的に行い、またそれを開示する企業には全体的にプラスの影響がもたらされているといえる。

一方で、株主構成が財務諸表に影響を与えていることを検証した先行研究として首藤(2010)が挙げられる。

この先行研究では、金融機関による安定的な株主保有は減益回避の利益調整を抑制する一方で、一般事業法人による株主保有はそのような効果を有しない、という結果が示された。このことは、株主構成は財務諸表の作成に対し影響を与えていることを示唆している。

これらの先行研究では、CSR 報告書と株主構成の関係性は検証されていない。そこで、本研究では、株主構成と CSR 報告書の関係性に着目し、株主構成が非財務情報の報告書に関して影響を与えているのかについて分析を行う。この点が、先行研究に対する本稿の新規性である。

3. 分析の枠組み

3.1 サンプル

はじめに、2014 年に非財務情報に関する報告書を公表した企業を抽出した。具体的には『CSR 図書館.net』に基づいて、CSR 報告書を開示している企業 255 社をサンプル企業とした¹。次に、『会社四季報』(東洋経済新報社)を用いて、同業種で非財務情報の報告書を作成していないコントロール企業 255 社を抽出した。

また、サンプル企業とコントロール企業それぞれの株主構成のデータを『株主プロ』から収集した。株主構成データは、個人株主、法人株主、外国人株主、金融機関、証券会社、政府で構成される。この中で分析に用いるデータは、個人、法人、外国、金融の4項目である。

3.2 分析方法

分析には個人、法人、外国、金融の持株比率を用いる。それぞれの持株比率に関して、中央値を求め、サンプル企業とコントロール企業について、中央値よりも高い企業数と低い企業数を集計した。これらの実際の企業数が期待値と差があるのなら、その株主は報告書作成に影響を与えていると考えられる。

そこで、これらの比率に統計的に有意な差があるかを、 χ^2 検定により分析した。

3.3 仮説

本研究の仮説は、「株主構成は、CSR 報告書作成に

¹ なお、株主構成に関するデータの収集が困難であるため、非上場企業はサンプルから除いている。

影響を与える。また、その中で個人株主、外国人株主が報告書作成にプラスの影響を与え、法人株主、金融機関は影響を与えない」である。

プラスの影響を与えると考えた理由として、個人株主は、CSR活動を重視して投資するSRI²という活動を行う株主が増えてきているため(中村, 2006)、CSR報告書に関しても作成を求めていると考えたためである。外国人株主は、企業の経営に関心を持っているため、非財務情報の報告書作成に関しても経営者に意見すると考えられるためである。

影響を与えない理由として、法人株主は、株式持合いの場合が多く、非財務情報に対する関心が低いと考えられるためである。金融機関は以前から日本企業の中心的な株主であるため、非財務情報に対する関心は低いと考えられるためである。この仮説が支持されると、個人株主と外国人株主がCSR報告書に関心を持ち、報告書作成に影響を与えていると考えることができる。

4. 分析結果と含意

図表2から図表5は、個人株主、法人株主、外国人株主、および金融機関の χ^2 検定の分析結果を示している。それぞれを見ていくと、すべての項目で統計的に期待値と大きな差が見られた。個人株主と法人株主の持株比率が高い企業は、マイナスの有意性が見られた。一方で、外国人株主と金融機関の持株比率が高い企業は、プラスに有意な差が確認された。

この結果から、株主構成はCSR報告書作成に影響を与えており、その中でも、外国人株主と金融機関はプラスの影響、個人株主と法人株主はマイナスの影響を与えていることが明らかになった。

図表2 個人株主の分析

	報告書あり	報告書なし	合計
中央値より高い	78(128)	177(128)	255
中央値より低い	176(128)	79(128)	255
合計	255	255	510

()の値は期待値 $\chi^2=75.0$, P値=4.63**

図表3 法人株主の分析

	報告書あり	報告書なし	合計
中央値より高い	95(127)	159(127)	254
中央値より低い	160(128)	96(128)	256
合計	255	255	510

()の値は期待値 $\chi^2=32.1$, P値=1.44**

図表4 外国人株主の分析

	報告書あり	報告書なし	合計
中央値より高い	182(127)	71(127)	253
中央値より低い	73(129)	184(129)	257
合計	255	255	510

()の値は期待値 $\chi^2=96.6$, P値=8.30**

図表5 金融機関の分析

	報告書あり	報告書なし	合計
中央値より高い	171(127)	82(127)	253
中央値より低い	84(129)	173(129)	257
合計	255	255	510

()の値は期待値 $\chi^2=62.9$, P値=3.21**

以上の結果から、「株主構成は、CSR報告書作成に影響を与える。また、その中で個人株主と外国人株主が報告書作成にプラスの影響を与え、法人株主、金融機関は影響を与えない」という仮説を一部支持することが明らかとなり、個人株主がプラスの影響を与え、金融機関が影響を与えないという仮説を指示しない結果となった。

この理由として、個人株主は株式の値上がり益や株主優待を重視する傾向にあり、非財務情報に対する関心が低いと考えられる。法人株主は株式持合いの場合が多く、非財務情報に対する関心が低いと考えられる。また、外国人株主は企業の経営に関心を持っているため、非財務情報の報告書作成に関しても経営者に強く

² SRIとは、social responsible investment の略である。

要求していることが考えられる。影響を与えないと予想した金融機関にプラスに有意な差が見られたことについては、金融機関は以前から日本企業の中心的な株主であったため、信頼関係を重要視しており、報告書作成にも影響を与えていると考えられる。

5. まとめと今後の課題

近年、利害関係者の企業価値への考え方が変わってきており、財務情報だけでなく非財務情報についても情報開示を求める動きが強まってきている。

CSR活動などの本業以外の活動に関心が強まる中、CSRに関する研究も多行われてきた。また、企業の情報開示と密接な関係を持つ株主の持株比率が財務諸表に与える影響についての研究も行われた。しかし、現在注目されているCSR報告書と株主構成の関係性についての議論は今までなされてこなかった。そこで、本研究では、株主構成がCSR報告書作成に影響を与えているのかについて、報告書の作成の有無と個人株主、法人株主、外国株主、金融機関の持株比率との関係性の検証を行った。

その結果、個人株主と法人株主には統計的にマイナスに有意な差が見られ、外国人株主と金融機関には統計的にプラスに有意な差が見られた。この結果から、株主構成はCSR報告書の作成に影響を与えており、個人株主と法人株主はCSR報告書作成に消極的であり、外国人株主と金融機関はCSR報告書作成に積極的であることが示唆された。このことから、株主の特性によって開示を求める情報の内容が変わってくるため、このことを考慮しながら情報開示を行っていく必要があると考えられる。

最後に、本稿における課題を提示する。

第一に、CSR報告書作成の企業への効果を検証することである。本研究では、CSR報告書が資本コストの低減に結びついているとの先行研究に基づき、CSR報告書は作成すべきであるという前提のもと研究を行った。しかし、CSR報告書を作成するためにはコストがかかるため、企業にとっては大きな負担となる。CSR報告書を作成することが企業にどのような効果をもたらすのかについて、資本コスト以外の面からも検証を行う必要がある。

第二に、株主の特徴と求めている情報の関係性について検証を行うことである。本研究で、株主の特徴によ

って株主に有用である情報に差があるということが示唆された。したがって、この株主構成と情報の関係性について研究を行う必要がある。

第三に、CSR報告書の内容によって企業に与える影響を検証することである。CSR報告書は、GRIによるガイドラインがあるものの、企業による判断に基づく要素が多いため報告する内容にも差がある。これらの報告書の差が与える影響についても検証を行う必要がある。

主要参考文献等

[1] Dhaliwal, D., O. Li, and A. Tsang, "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.

[2] 上原衛(2009)「CSRとワークモチベーションに関する研究:組織内部者の自社のCSR評価とワークモチベーションの測定」『愛知淑徳大学論集. ビジネス学部・ビジネス研究科篇』第6号 pp.25-38.

[3] 加賀田和弘(2009)「CSRと経営戦略:CSRと企業業績に関する実証分析から」『総合政策研究』30巻 pp.37-58.

[4] 北見幸一(2008)「コーポレート・レピュテーションとCSR:レピュテーションを高めるCSRに向けて」『国際広報メディア・観光学ジャーナル』第6号 pp.3-22.

[5] 首藤昭信(2010)『日本企業の利益調整—理論と実証—』中央経済社。

[6] 中尾悠利子(2012)「企業評価におけるESG情報開示のメリットとわが国における課題」『総合政策研究』第40号 pp.99-103.

[7] 中村久人(2006)「社会的責任投資(SRI)に関する一考察—SRIの意義と国内外での新動向を中心として—」『経営論集』第68号 pp.67-78.