



RIETI Discussion Paper Series 14-J-054

非財務情報の開示と外国人投資家による株式保有

児玉 直美

経済産業研究所

高村 静

経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

非財務情報の開示と外国人投資家による株式保有

児玉直美（一橋大学・経済産業研究所）

高村 静（東京大学・経済産業研究所）

要 旨

1990年代後半から2000年代初めにかけての銀行株の価格下方修正、銀行の経営破たん、連結決算制度、持ち合い株式の時価評価導入などにより、持ち合いや金融機関による株式保有など、いわゆるインサイダー株主の比率が低下し、国内外機関投資家、個人などアウトサイダー株主による保有が増え、上場企業はアウトサイダーの利害を考慮した経営、アウトサイダーを意識した情報開示を意識せざるを得なくなった。企業の非財務情報の開示への要請の高まりに積極的に対応する企業が増え、06年より全上場企業と有力未上場企業を対象に東洋経済新報社が実施する「CSR（企業の社会的責任）企業調査」による情報開示企業比率は一貫して上昇している。非財務情報を開示する企業の世界金融危機後の業績は、そうでない企業と比較し安定的（変動が小さい）な傾向がある。また、非財務情報の開示と株式所有構造を見ると、特にリーマンショック後の株価低迷期において、開示企業では外国人保有比率が高まる関係が見られる。政府は、女性の活躍状況などの非財務情報の開示促進（「見える化」）を進めているが、このような情報開示が進めば、所有構造の変化を通じても経営の規律づけに繋がることが期待される。

キーワード：非財務情報、情報開示、所有構造の多様化、外国人投資家

JEL classification: J71, J31

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

本稿は、経済産業省経済産業研究所（RIETI）における「ダイバーシティとワークライフバランスの効果研究」の研究成果の一部である。本稿の作成に当たっては、乾友彦氏、山本勲氏、樋口美雄氏、坂本里和氏をはじめとする研究会のメンバーの方々から有益なコメントを頂戴した。またデータの整理作業は小沢潤子氏に大変お世話になった。記して感謝申し上げたい。ただし、本稿のありうべき誤りは、すべて筆者に属する。

1. はじめに（問題提起）

経済活動のグローバル化を背景に、企業の所有構造の国際化・多様化も進んでいる。

1970年代から1990年代半ばまで、日本の上場企業の株式所有構造は、メインバンクや事業会社の持ち合いに代表される、いわゆるインサイダーによる株式保有が優位であり、この傾向は安定的かつ強固に続いた。しかし1990年代にかけて進展した企業の直接金融化、1997年の銀行危機を背景に生じた銀行株の価格下方修正・銀行の経営破たん、連結決算制度（2000年3月）、持ち合い株式の時価評価（2002年3月）などの新たな会計制度の導入などを背景に、銀行・事業会社間の関係解消を中心とする持ち合いの低下が2000年代はじめにかけ急速に進んだ。

インサイダーの保有比率の低下と並行して進んだのが、国内外の機関投資家を中心とするいわゆるアウトサイダーによる株式保有である。アウトサイダーの中心となったのは、国際分散投資を進めていた外国人投資家であり、保有比率の上昇と株式市場でのプレゼンスの向上により、他の機関投資家や企業経営者の意識や行動に大きな影響を与えることとなった¹。

外国人投資家のプレゼンスの向上が国内機関投資家に与えた変化とは、株主価値の向上を求める意識の浸透であり、株主利益と時に相反する内部関係者（インサイダー）の関与への批判とそれに対して経営者に説明責任を求める態度である。これらは経営への直接的な関与や議決権を行使しての行動として顕在化し、国内機関投資家に波及した。2000年代には厚生年金基金連合会（現・企業年金連合会）や国内の投資顧問会社なども議決権行使に積極的となり、それまで「もの言わぬ株主」と呼ばれた生命保険会社なども、独自の議決権行使の手続きを整備するようになった（宮島・新田；2011）。

企業経営者にとっての外国人投資家は、重要な株主であるとともに株価形成の重要な主体であり、「自ら選んだ」株主であったインサイダー株主に対応することに比べ、アウトサイダー株主である外国人投資家から高い評価を得るためには、時として企業自らが変化することが求められた。アウトサイダーの行動特性や要請を意識した企業統治や事業活動の選択・改革・実施が求められた。また1990年代以降の所有構造の変化は外国人投資家を中心とするアウトサイダー株主比率の上昇と、その帰結としての株主の多様化によっても特徴づけられるが、これは株主間の情報の非対称性の拡大という新たな課題を惹起した。特に言語や文化的背景の壁によって情報の非対称性が高いと考えられる外国人投資家の重要性が高まるにつれて情報開示の重要性が増したと言える。外国人投資家に特有の行動バイアスとして企業統治（コーポレート・ガバナンス）への高い関心が指摘されるが、このような非財務情報の開示への要請の高まりも外国人投資家のプレゼンス向上がもたらした大きな特徴と言えるだろう。

企業に対する非財務情報の開示要請は、後述するように財務情報と非財務情報を統一した形で報告する統合報告書作成に向けた世界的な動きとしても見られるが、我が国では2013年4月、企業統治に関する上場企業の報告書「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の記載要領が

¹ 宮島・新田（2011）によると、1996年度末には15.3%であった持ち合い比率は、2006年度末には9.2%に低下、1996年度末には22.0%であった金融・事業会社等（除く持ち合い）による株式保有は、2008年度末には14.9%に低下、1996年度末には12.0%にとどまっていた国内外機関投資家の株式所有比率は2006年度末には21.8%に上昇、このうち海外機関投資家の株式所有は1996年度末には7.1%であったが、2006年度末には14.2%に上昇している。

改訂され、役員会の構成に関わる情報の一部として役員会のジェンダー・ダイバーシティの状況の自主的な開示が要請された。上場企業に対して、内部ガバナンスの中心である役員会の状況を中心に女性の活躍状況の積極的な開示を要請したのである。コーポレート・ガバナンスの状況の一部としてジェンダー・ダイバーシティの情報開示を求める例は英国、オーストラリアなど諸外国にも見られるが、経済成長戦略の中核に女性の活躍を位置づける我が国にとってこのような要請を行うことには、国の政策としての位置づけも与えられる。

内閣府は証券市場の記載要領の改訂から 10 か月経過後の 2014 年 2 月、この間に関連情報を記載したのは、上場企業 2,955 社 のうち 526 社、全体の 17.6%であったと発表した。記載企業のうち、約 2/3 が「役員員の男女別構成」を記載、約 4 割が「両立支援・WLB 促進に関する具体的な取組内容」を記載した。

我々は、このような長期的な所有構造の変化と我が国固有の政策課題などを背景とし開示要請が高まる非財務情報開示の推進が企業の株式所有構造にどのような影響を与えるかについて検証する。

2. 外国人投資家の保有比率拡大とその影響

外国人投資家がどの銘柄の株式を保有するかについて、French and Poterba (1991)が指摘したホーム・バイアスという偏りがあることが知られている。ホーム・バイアスとは、運用資産の配分において、自国資産への投資配分を他国資産への配分と比べて合理的に説明できない水準にまで高める傾向を指す。本来、ホーム・バイアスは地理的な制約や文化・言葉の壁などのコストのために海外投資が自国への投資に比べて限定的になる傾向を指していたが、一つの国の中の銘柄選択でも、外国人投資家が情報の非対称性が小さい大企業などを選好するという傾向を先行研究は報告している²。地理的な制約や言葉の壁が小さくなっている昨今において、外国人投資家を初めとするアウトサイダーにとっては、情報の非対称性が小さいことが、投資先選定の一つの要因となっている可能性がある。

一方で、外国人投資家の保有比率と Tobin Q、ROA、全要素生産性 (TFP) で計測される企業パフォーマンスとの関係性についての既存研究は数多くある³。多くの既存研究は、外国人投資

² Merton (1987), French and Poterba (1991), Brennan and Cao (1997)など。Kang and Stulz (1997)は、日本企業データを使って、外国人投資家は、製造業、規模の大きな企業、負債比率の低い企業、会計上の業績の良い企業の株式を保有する傾向があることを報告している。Dahlquist and Robertson (2001)はスウェーデン、Ko, Kim and Cho (2006)は韓国、Lin and Shiu (2003)は台湾の企業データを使って、同様の結果を得ている。

³ 米澤・宮崎 (1996)によると、金融機関、外国人投資家、役員、上位 10 大株主保有比率が全要素生産性に対して正の影響を与える。堀内・花崎 (2000)は、機関投資家比率が全要素生産性に正の影響を与えることから、機関投資家が規律づけ効果を持つ可能性を示した。佐々木・米澤 (2000)、西崎・倉澤 (2003)は、株主価値に対して外国人投資家比率は正の影響を与えていることを示した。宮島・新田 (2011)は、海外投資家が業績の優れた企業を選好するという逆の因果関係を想定した同時推計の結果、海外投資家の保有比率が上昇するほど ROA が大きく改善することを示した。岩壺・外木 (2006)は、内生性問題に対処するために、分散不均一性を用いた同時方程式の識別を利用して因果関係の解明を試み、その結果、外国人投資家は企業価値が低くなると所有株式を増やす一方で、外資比率の上昇は企業価値の上昇をもたらすことを明らかにした。

家の保有比率と企業パフォーマンスには正の相関があることを示しているが、外国人投資家は高パフォーマンス企業の株式を保有する傾向があることを示しているにすぎないという逆の因果関係を強調する見方もある。しかし、岩壺・外木（2006）、宮島・新田（2011）は、外国人投資家が業績の良い企業を選好するという逆の因果関係も考慮した推計を行った上でもなお、外国人投資家は企業価値を上昇させると述べている。

このことの背景として、宮島他（2004）、宮島・新田（2011）はアウトサイダー投資家、特に海外投資家の影響が増すことにより企業経営者へのモニタリングが強まり、そのことがエージェンシー問題を緩和して企業経営を規律付け、経営者の努力水準を引き上げ、取締役会を改革し、また適切な組織戦略の採用を促すことが多いことを指摘している。

3. 非財務情報の開示の状況

非財務情報開示への要請は年々高まりを見せている。例えば国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council、IIRC）は、3年余りの期間をかけ企業、投資家、公認会計士、証券取引所関係者、有識者などと議論を重ねた「国際統合報告フレームワーク」を2013年12月に発行した。「統合報告」とは有価証券報告書などで報告される財務情報と、CSR報告書やサステナビリティ報告書などで報告される非財務情報とを相互に関連付け、企業の価値創造プロセスを説明する情報として開示することを目指している。このことの背景には企業価値の決定要素として、人や知的財産、競争優位など無形資産のもつ重要性が高まっていること、さらに財務情報は基本的に企業の過去の実績を示すが、企業の価値として将来の価値創造能力や持続可能性が重要でありそれについて過去の実績では示されない非財務情報が必要との認識が、世界金融危機以降、広まったことなども影響していると考えられる。

なお、次節で述べるとおり今回は企業のCSR（社会的責任）に関して調査したデータを非財務情報として使用するが、CSR情報を非財務情報としてどのように位置づけるかについて整理をしたい。CSRに関しては経営者の倫理的・道徳的な選択や社会への要請への対応とする社会的・倫理的なアプローチもある一方で、経済的価値との関係を中心に、企業が持続可能な付加価値創造を行う際の規律付けと動機付のメカニズム（首藤・竹原;2007）と捉え、ステークホルダー間の権限・責任・分配を論じる企業統治（コーポレート・ガバナンス）に近い議論まで幅広い。

非財務情報の開示と所有構造の関連に関する先行研究では、非財務情報の内容に関して例えば経営者による利益予想の開示（Ruland et al.;1990）や、事業環境や戦略に関する見通し・従業員情報などに関する自主的情報開示の内容を独自にポイント化（Eng & Mak;2003）するものなどがあるが、ここでは情報の非対称性及びエージェンシー問題が課題となるアウトサイダー投資家、特に株主価値の最大化に関心としつつ、それらの課題が深刻な外国人投資家による保有を論じることから、CSR情報の一部として調査されている組織の規律付け・動機付けるための内部ガバナンスに関する情報を中心的に検討することとする。

CSRへの取組と企業業績について分析した首藤・竹原（2006）は、企業規模や産業特性をコントロールしてもなおかつ非財務情報開示に積極的で地域や消費者とのコミュニケーションを重視している企業の市場評価が安定することを示している。

4. 利用データと基本的観察事実

(1) 利用データ

今回は前節で述べた非財務情報を含むデータベースとして「CSR（企業の社会的責任）企業調査」（東洋経済新報社）を用いる。全上場企業（外国企業を除く）および有力未上場企業の約 4,000 社を対象に毎年 7 月頃に実施しているアンケート調査であり、後述するように直近では上場企業の 3 割程度が回答している。

さらに企業の所有状況と各種財務変数を「日経 NEEDS 財務データ」（日本経済新聞社）より取得する。「日経 NEEDS 財務データ」は上場企業については有価証券報告書等の開示情報をベースに収集したデータを保有する。

両者は企業パネルデータであり、両者が共通して保有する証券コードを利用して接続させることで、幅広い非財務情報と財務情報の双方をもつ企業パネルデータを構築することができる。本稿では、こうして構築した上場企業約 1,000 社の 2003 年、2005～2011 年までの金融機関、従業員 10 名未満の企業及び持株会社を除く企業のパネルデータにより非財務情報の開示が外国人保有比率に与える影響について分析を行う。なお、外国人保有比率は保有株式数をベースとし算出している。⁴

外国人保有比率の決定要因としては、先行研究を参考に企業規模を表す変数として総資産の対数値、企業特性を表す変数として負債比率と有形固定資産比率（須藤・竹原；）を採用する。また外国人投資家の投資行動の特性として会計上の業績の良い企業を選好する（岩壺・外木;2006、Kang and Stulz (1997)、）との指摘があることから、これらもコントロール変数として採用する。

なお、今回のデータは 2003 年度から 2011 年度の 9 年分のパネルデータであるが、被説明変数とした外国人保有比率は宮島・新田（2011）が指摘するとおり、2006 年を境に傾向が反転する。すなわち 2003 年～2006 年は外国人保有比率が一貫して上昇するトレンドに、2007 年以降は下降のトレンドにある。分析では外国人保有比率の上昇期（2003 年度～2006 年度）と下降期（2007 年度～2011 年度）の 2 期に分けた分析も行う。

(2) 外国人保有比率の推移

企業における非財務情報の開示の有無が外国人保有比率に与える影響を検証する前に、ここでは外国人保有状況の推移を視覚的に確認することとする。

図表 1(1)は棒グラフが外国人保有比率の各年の平均を表し（左軸）、折れ線グラフは外国人が株式を保有する企業の比率の推移（右軸）を表す。今回分析の対象とする 2003 年度～2011 年度の外国人保有比率の推移（某グラフ）をみると、データ期間の前半（2003 年度～2006 年度）は保有比率の拡大期であって 2006 年度に 9.4%のピークに達し、後半（2007 年度～2011 年度）は、

⁴ 所有者別状況に示される「政府及び地方公共団体」「金融機関」「金融商品取引業者」「その他の法人」「外国法人等」「個人その他」の 6 種買いが保有する株式数の合計のうち「外国法人等」の比率である。

2007年度～2008年度の世界金融危機後の時期を中心に保有比率を大きく減らしている。なお外国人株主がいる企業の比率は金融危機を経ても9割を下回ることはないが、図表1(2)によると、保有比率の拡大期には標準偏差の上昇が見られ、その銘柄選択には何らかの選好があることが推測される。この選好についてはパネル推計によって非財務情報の開示との関係を含む要因について次節で検証する

(3) 非財務情報の開示の推移

非財務情報開示の推移は「CSR（企業の社会責任）企業調査」に対する回答率として図表2に示される。同調査は06年度より全上場企業を対象に実施されている。上場企業⁵の回答率は初年度18%であったが年とともに高まり、同様の条件で比較した現在の回答率は29%に達している。なおこの調査の結果は調査を実施する東洋経済新報社より「CSR 企業総覧」として出版、一般に販売されている。企業の回答の状況や内容が公表されており、特に他の開示情報との整合性のチェックなども比較的容易な上場企業の回答内容の信頼性についてはある程度確保されているものと考えられる。また他企業の回答とのクロスセクション比較、及び同一企業の時系列比較も可能であることや、いずれも上場企業であり誤回答をした場合のレピュテーションリスクなども考慮すると、回答内容の開示のない他の同様の調査に比較しその信頼度は確保されるものと考えられる。

なお、民間企業の一事業である「CSR 企業総覧」への情報開示企業であることをもって、非財務情報の開示企業と言えるのかという点については疑義もあろう。しかし非財務情報の開示についての制度的な枠組みがないなか、上記のとおり比較的長期の時系列比較が可能であることに加え、開示情報をもとにしたCSRについての独自レーティングが付与され企業表彰が行われたり、機関投資家も投資判断に関わる情報源として利用していることを表明するケースもあり⁶、企業にとって開示のインセンティブは高いものと考えられ、現状において比較的入手の可能な非財務情報開示のプラットフォームの1つとして機能しているものと考えられる。また、内閣府は女性の活躍を推進する施策の一環として2013年度より、女性人材の活躍の状況に関わる企業情報をウェブサイト上で公表しているが、情報開示はCSR総覧での開示情報を基に行われている⁷。

⁵ 持株会社は除いている。

⁶ 内閣府男女共同参画局「女性の活躍状況の資本市場における「見える化」に関する検討会(第2回)」の資料2「事務局による企業・有識者等ヒアリング結果」によると、日生アセットマネジメント株式会社では全アナリストが非財務情報（ESG項目；環境(E)・社会(S)・ガバナンス(G)項目）について調査・評価を行い投資銘柄選択に取り入れているという。また非財務情報の情報ソースは「CSR報告書及び公開CSRデータ（東洋経済CSR総覧等）」であると述べている。

<http://www.gender.go.jp/kaigi/kento/mieruka/siryo/pdf/m02-02.pdf>

⁷ 2014年1月31日より内閣府男女共同参画局「女性の活躍『見える化』サイト」で上場企業の役員・管理職への女性の登用、仕事と生活の両立推進等に関する情報を公表しているが、公表データの出典については「本データは、株式会社東洋経済新報社が発行する「2014CSR企業総覧（2013年11月18日発行）」の「雇用・人材活用」に掲載されている情報に、内閣府が2013年10月～12月に実施した調査の結果を追加したものです。」と記載されている。2013年11月18日発行のCSR総覧に掲載の上場企業は1,158社、内閣府のウェブサイトでの情報開示企業は1,154社であり、両

以上の理由から、本稿では CSR 総覧での情報開示企業を非財務情報開示企業と位置付けることとする。調査の内容については、「ガバナンス・法令順守・内部統制」に関わる体制と実績、「消費者・取引先対応」「社会貢献」「企業と政治の関わり」「環境」に加え、「雇用・人材活用」として従業員数、平均年齢・勤続年数、新卒・中途入社、離職者数などを男女別に調査し、企業の均等やワーク・ライフ・バランスの制度や実態についての把握が可能なほか、2012年調査以降は、多様な人材活用に関する項目の充実が図られ、従業員に対する人事・評価関連施策の実施が幅広く調査されている。

非財務情報を開示する企業の特徴について、会計上の業績の平均値と変動性（標準偏差）を示したものが図表3(2)である。これは世界金融危機以降の直近5年間（2007年度～2011年度）について財務情報を完備する企業を対象に、非財務情報の開示のあった企業とそうでない企業の値を示している。これによると ROA、ROE の2つの業績指標を中心にみると業績の平均値は開示企業が ROE で有意に高いが ROA の差に有意性は見られず、変動性についてはどちらも開示企業が有意に低い。東証1部上場企業に絞り、tobin-q も加えて開示企業とそうでない企業の差をみると ROE と tobin-q については同様に、変動性が開示企業において有意に低い傾向がみられる。ただし ROA の変動性については開示企業もそうでない企業にも差がみられず、平均値については開示企業の方がそうでない企業よりも優位に低い傾向が見られた。

このことは非財務情報の開示を行うということ自体が、開示のための企業内の実態調査や情報発信のための体制整備を通じて、企業内部の規律付けにつながり、安定性を高めている可能性のあることを示唆するとともに、投資家もそのような取組を評価しているとも考えられる。

次節では、回答率の他、回答内容も踏まえつつ外国人投資家の保有比率との関連について分析を行う。

5. 非財務情報の開示と外国人保有比率の関係：パネル推計による検証

(1) 推計アプローチ

本節では、前節で説明・概観したデータを企業パネルデータとして活用し、観察されない企業固有の要因や他のいくつかの要因をコントロールしたうえで、企業の非財務情報の開示が外国人株式保有比率にどのような影響を与えるかを検証する。具体的には、以下の式をパネル推計する。

$$\pi_{it} = D_{it}\theta + Y_{it}\beta + T_t + f_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ここで π_{it} は企業*i*の*t*年の外国人保有比率、 D_{it} は非財務情報開示ダミー（1：非財務情報の開示あり、0：非財務上の開示なし）、 Y_{it} は企業の特徴を表す総資産（自然対数値）、負債比率、有形固定資産比率とし、 T_t は年ダミー、 f_i は企業固有の時間不変の要因、 ε_{it} は誤差項である。推計では非財務情報開示ダミー D_{it} の係数 θ が有意にプラスに推計されるかに注目する。前節で説明した

者はほぼ一致する。

ように、外国人の日本企業株式の保有には何らかの選好のあることが示されており、情報の非対称性仮説によれば情報の開示がなされている企業が、また企業統治など企業に関する非財務情報が外国人投資家の銘柄選択に影響を与える場合に、保有比率が高くなる可能性がある。非財務情報開示ダミー D_{it} の係数 θ には、それらの影響が集約されると考える。

一方で、企業の情報開示と外国人保有比率の間には、外国人保有比率が高いことにより情報開示が進むという逆の因果関係が存在することが考えられる。この問題は(1)式の右辺の説明変数 D_{it} を内生変数として扱う操作変数法を用いる推計を行うことで検討する。(1)に示される外部ガバナンス（外国人保有比率）を推計するための第一段階の推計式は、非財務情報の開示ダミー D_{it} を被説明変数とし、各種の内部ガバナンスに関する変数で説明しようとする下記の第二段階の推計式によって推計される。

$$D_{it} = Y_{it}\beta + Z_{it}\omega + T_t + f_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

この(2)式では内部ガバナンスに関する変数 Z_{it} によって非財務情報の開示の確率が高まる効果が推計される。

なお投資家を直接の対象としないステークホルダーに関する企業の内部ガバナンスに関する変数 Z_{it} には、「CSRの専任部署」、及び「消費者への対応を専門とする部署」の有無に関するダミー変数を用いる。また企業の付加価値創造プロセスにおいて特に重要なステークホルダーであるにもかかわらず数量的なデータの非対称性が大きい従業員に対する評価や動機付けに関する変数として、「従業員意識調査の実施」「従業員の評価基準の開示」の2項目についてそれぞれダミー変数を用いる。また社内を規律づけるには価値規範の共有が重要とされるが、このための明確な基準の設定と公表に関して「CSRに関する方針の文書化」「ダイバーシティに関する方針の文書化」についてそれぞれダミー変数を用いる。

なお、上記に用いる内部ガバナンスに関する変数のほとんどは、2010年度を対象とする調査以降に新設された変数であるため、この推計に用いるデータは2010年度年分と2011年度分の2年分となる。なお、非財務情報の非公開企業のダミー変数はいずれも0とする。その理由は、いずれの変数によって示される取組も非財務情報を開示する企業の方がそうでない企業よりも充実していることが考えられることと、実務的な問題として、機関投資家はじめアウトサイダーが実際にこのような非財務情報を利用しようとする場合、開示がないケースは0として扱われるケースが多いと考えられるためである。⁸

最後にt-1期の企業の情報開示がt期の外国人保有比率に対し、どのような影響を持ち得るのかについてラグ付の回帰分析の結果を示す。推計式は下記の通りである。

$$\pi_{it} = D_{i(t-1)}\theta + Y_{it}\beta + T_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

⁸ なお、この点について開示のないケースは、開示があり「0」であるケースよりも実際には投資家からの評価が低くなるケースも考えられる。

(2) 推計結果

パネル推計

(1)を固定効果モデルとして推計した結果は図表 5(1)～(7)である。図表 5(1)は非財務情報の開示と外国人保有比率について 2003 年度～2011 年度の全体の期間を対象に推計したケース、図表 5(2)は期間を 2003 年度～2006 年度の外国人保有比率が拡大した時期に限定し推計したケース、図表 5(3)は 2007 年度～2011 年度の外国人保有が減少・停滞した時期に限定し推計したケースである。更に図表 5(4),(5)は、後の操作変数法での推計との比較を行うため期間を 2010 年度～2011 年度に限定したクロスセクションとパネルでの推計を表している。

まず、図表 5(1)の(1)、(2)列をみると、非財務情報の開示は固定効果モデルで有意にプラスになっていることがわかる。この推計結果にもとづくと、非財務情報の開示によって、外国人保有比率が 0.3%高くなることが示される。

他の変数の影響を見ると、総資産が大きく、負債比率が低いほど外国人保有比率が高まるという先行研究と同様の結果が示されるが、利益率が高いほど保有比率が高まるか、という点に関しては ROA ((1)列) ではその傾向も見られるが有意ではなく、ROE ((2)列) に関しては有意な関係性は見られず、その関係性は定まっていない。

図表 5(2)は、対象期間を 2003 年度～2006 年度に限定した推計結果を示す。年ダミーの係数がプラスに有意であることから分かる通り、この期間は外国人保有比率の拡大期である。非財務情報開示ダミーの係数をみると、(1)、(2)列とも値はプラスであるが有意ではなく、非財務情報の開示は直接的に外国人の株式保有と関連性のないことが推定される。他の変数の係数をみると、総資産が大きく、負債比率が低いほど外国人保有比率が高まること、また会計上の業績は必ずしもプラスに有意であるわけではないことは図表 5(1)のケースと同様である。

図表 5(3)は、対象期間を 2007 年度～2011 年度に限定した推計結果を示す。年ダミーの係数がマイナスに有意であることから分かる通り、この期間は外国人保有比率の縮小・停滞期である。非財務開示ダミーの係数をみると、(1)、(2)列とも値はプラスに有意となる。非財務情報の開示によって、外国人保有比率が 0.3%～0.4%高くなることが示される。

次に、図表 5(4)、(5)は、対象期間を 2010 年度～2011 年度の直近 2 年に限定した推計結果を示す。非財務情報の開示が 3 割に近づいてきたこの 2 期間のデータをプールし年ダミーを投入した上で、業種ダミー及び企業の設立年ダミーも投入してクロスセクションの分析を行うと、非財務情報開示ダミーは有意であることが示される。

なお固定効果モデルで推計すると、非財務情報の開示によって、外国人保有比率が 1.1%程度高くなることが示される。有意度は 1%水準であることが示される。

なお、文末の〈参考〉に記すとおり、ここでは非財務情報開示企業を SRI インデックスでの採用の有無によりさらに区分し、SRI に採用されていることを示すダミー変数と、(非財務情報の開示はあるが) SRI への採用はないことを示すダミー変数を作成し、非財務情報開示ダミーに代わって投入した推計も行い図表 5(3)、図表 5(4)、図表 5(5)のそれぞれ(3)、(4)列に示した。これによると 2007 年度～2011 年度のパネル分析(図表 5(3))では SRI に採用されていることが外国

人保有比率を有意に高めているが、2010年度～2011年度のデータを用いたクロスセクション分析（図表 5(4)）及びパネル分析（図表 5(5)）では非財務情報の開示のみでも外国人保有比率が高まる効果が示されている。CSR 企業調査が採用の有無をたずねている SRI インデックスは採用銘柄数を絞り込んでおり、銘柄の入れ替えがそれほど多くないことの効果であるかもしれないが、必ずしも評価機関等によって取組等が優れていると評価されることが外国人投資家の保有比率の増加につながるのではなく、開示の充実が情報の非対称性を低めモニタリングコストを下げるものと考えられている可能性が示され、興味深い。

図表 5(2)、(3)、(5)を比較すると時間を経るごとに非財務情報開示の外国人保有比率への影響が有意になり、かつ(3)と(5)を比較するとその効果が大きくなっていること背景には、開示する企業の比率が広まりボリュームとして参照するに十分なサンプルになってきたこと、調査項目の対象範囲が拡大・充実してきたこと、データの時系列での蓄積が進みデータ自身の信頼性や分析結果の安定性が高まってきたこと、非財務情報を利用することのメリットについて認識がなされてきたこと、また投資家側の分析する体制やノウハウ、情報ベンダーによるデータ提供のフレームワークなど情報を活用することのインフラが高まってきたことなどが考えられる。

これらのことを考慮すると、今後は更に非財務情報の開示は安定的に外国人(アウトサイダー)投資家の情報の非対称性を縮小する手段として有効性が持続、もしくは拡大することが考えられる。

操作変数法による推計

次に、図表 5(6)、(7)に、図表 5(4)と同じくデータの対象期間を 2010 年度～2011 年度とする操作変数法による推計式を示す。データ対象期間を 2 年間に限定する理由は、操作変数として採用する項目の多くがこの 2 年間に充実された項目であり、データを利用できる期間がこの 2 年間に限られることによる。

図表 5(6)、(7)の(1)列は非財務情報の開示を説明する操作変数として組織・体制に関わるダミー変数を投入した結果を示す。これによると「CSR 専任部署」「消費者対応専任部署」のいずれも設置ダミーが有意に非財務情報の開示を高めることが示され、さらに非財務情報の開示によって、外国人保有比率は 3.4%程度高くなること、1%水準で有意であることが示される。第二段階の回帰モデルの独立変数が全て外生変数であることを仮定した図表 5(4)においてこの値は 1.1%である。

図表 5(6)、(7)の(2)列は非財務情報の開示を説明する操作変数として人事関連制度のうち従業員のとの関係性に関するオープンネスに関するダミー変数を投入した結果を示す。これによると「従業員の意識調査実施」「従業員の評価基準開示」のダミー変数はともに有意に非財務情報の開示を高めることが示される。特に従業員の評価基準を開示していることを示すダミー変数の回帰係数は大きく推計されており、またその場合の非財務情報の開示が外国人保有比率に与える影響も図表 5(5)の内生性を考慮しない場合の推計値(0.014)に比べ 0.024 と大きく推計されている。企業の付加価値産出の重要なステイクホルダーである従業員の能力評価や登用に関する規律付けが外国人保有比率に相対的に大きな影響を与えている可能性がみられる。

図表 5(6)、(7)の(3)列は非財務情報の開示を説明する操作変数として社内の意識や行動を切り

続けるための各種の方針の明確化（文書化等）のダミー変数を投入した結果を示す。これによると「CSRに関する方針」「ダイバーシティに関する方針」の明確化ダミーは有意にプラスの値を示している。

図表 5(6)、(7)の(4)列は(1)列～(3)列に示すすべての操作変数を同時に投入した推計結果を示す。これによると個別の推計ではプラスであったもののうち、有意に符号が変わるものは「ダイバーシティに関する方針」明確化のダミー変数である。しかし「ダイバーシティに関する方針」の明確化はまだ企業の6%程度が実施している段階であり、効果が浸透する段階には至っていない可能性が考えられる。なお、これら全体を投入した推計によっても非財務情報の開示は1%水準で有意に外国人保有比率を高め、その効果は2.3%程度高まることが示される。

これらの結果を踏まえると、外国人投資家による株式保有が非財務情報の開示を促進するという意味での逆の因果関係の可能性を踏まえても、非財務情報の開示は外国人保有比率を高める関係の高いことが言える。また非財務情報の開示を高める様々な内部統制・内部ガバナンスに関する変数を操作変数として推計することでむしろその効果（係数の値）が高まることが示された。これらのことをあわせると、非財務情報の開示を行うということ自体、すなわち企業内部の実態を調査し、安定した開示を行うための体制を整備すること等自体に、企業内部を統制・規律づける効果が存在する可能性のあることが推測される。

本分析の対象外の点ではあるが、このように情報開示によって組織内部の規律付けが評価され、外部ガバナンスの多様化が進み、さらなる組織全体の規律付け、経営の効率化につながるのであれば、非財務情報開示に着目することの意味合いは一層高まり、企業の経営の効率化の、ある意味のメルクマールになることも考えられる。この点については今後の継続的な分析が必要となるう。⁹

ラグ付変数による推計

企業による非財務情報の開示が外国人投資家の株式保有を進めるという因果関係について、時間的なずれを仮定しラグ変数を導入した推計結果を図表 6 に示した。1年前、2年前、3年前の非財務情報の開示が、今期の外国人保有比率に影響があるかを見るためラグを入れたプーリング推定の結果を(3)式～(8)式に示す。それによると、1～3期前の非財務情報の開示はいずれも今期の外国人保有比率に有意な影響を持つことが示された。ただしラグをとらない変数も同様に有意であることから、非財務情報開示と外国人保有には同時性があることも排除はできなかった。

参考：SRI インデックスへの採用について

⁹ コーポレート・ガバナンスと女性の活躍の関連について川口・西谷(2011)は、投資家のガバナンスの強化によって経営改革が進められ、その一環として女性労働力の有効活用が推進されるとの仮説を検証し、機関投資家による持株比率が高い企業や株主総会の改革を推進している企業はポジティブ・アクションの改善に取り組んでおり、そのような企業で正社員に占める女性の割合や女性部長の存在確率が高いことを示した。

「CSR 企業調査」は 2009 年以降実施調査で、SRI(社会的責任投資)¹⁰インデックスのうち“Dow Jones Sustainability Group Index”、“Ethibel Sustainability Index Global”、“FTSE4Good Index”“Morning Star Socially Responsible Investment”の各インデックスに採用されているかをたずねている¹¹。これらのインデックスは、計量的分析と定性的分析のどちらを重視するかなど評価の内容や基準はそれぞれ異なるものの、独自の基準による採用銘柄の絞込みを行っている。各インデックスと業績や株価などのパフォーマンスとの分析も行われている（例えば首藤・増子・若園(2006)）。ここでは CSR 企業調査の回答をもとにこれらのインデックスへの採用ダミーを作成し、分析に用いている。なお、非財務情報開示企業を SRI への採用のある企業とそうでない企業に分けた会計上の業績の差について図表巻末の<参考>に示した。財務情報の開示のみの企業に比べ、SRI ファンドに採用されている企業では業績の変動性が低いことが見られる。

6. おわりに

本稿では、2000 年代以降の近年の日本の上場企業のパネルデータを用いて、非財務情報の開示によって外国人の株式保有比率は影響をうけるのか、また影響が認められる場合、逆の因果関係を考慮してもなおその関係性は頑強かという点について検証した。まず、非財務情報の開示を説明変数、外国人保有比率を被説明変数とする固定効果モデルによる推計によって検証したところ、開示が進むほど外国人保有比率が高まり、その傾向は 2007 年の世界金融危機以降、保有比率が全体として低下する局面においてより強まる可能性が高いことがわかった。また、非財務情報開示企業は 2007 年以降の企業業績の低迷期においても業績の変動性が小さく安定的な企業である可能性が示された。さらに、外国人投資家が情報公開を促しているのではないかという内生性を考慮するために、まず、企業の内部ガバナンスに関する変数を利用した操作変数法により外国人保有比率を推計したところ、CSR 専任部署、消費者対応専任部署等の組織や体制の整備が進んでいる場合、従業員に対する意識調査が実施されたり、従業員の評価基準が開示されるなど、企業と従業員との関係がオープンである場合、企業内部の意識と行動の規律付けに重要な役割を果たすと考えられる CSR 規定の明確化や開示も情報開示の促進を通じた外国人保有比率を増加させる可能性の高いことが分かった。これらはいずれも直接投資家を対象とする企業施策ではないものの、非財務情報を開示すること—開示するための企業内部での情報の収集活動や開示のための体制整備等—が内部ガバナンスの強化それ自体に繋がっている可能性を示すものと考えられる。さらに、時間的なずれを積極的に仮定し、1 年前、2 年前、3 年前の非財務情報の開示が、今期の外国人保有比率に影響があるかを見るためラグを入れた回帰分析を行った。それによると、1~3 期前の非財務情報の開示はいずれも今期の外国人保有比率に有意な影響を持つことが示された。

非財務情報の開示を巡っては、統合報告のフレームワークに関する議論が国際的に行われるなど関心が高まっている。企業の将来の収益可能性に関する情報を提供することに加え、持続可能

¹⁰ CSR に対する企業の取組（コミットメント）が投資尺度の一つとなるような投資手法。

¹¹ 2011 年の調査までは採用されている SRI インデックスについて主なものをたずねる方式。

性を示す内容となることが期待されている。我が国においても非財務情報の開示と活用に関する関心は高まりつつあり、今後はその情報を活用しての積極的な銘柄選択につながることを期待されている。

各証券取引所は投資家から特に関心の高い非財務情報としてコーポレートガバナンスに関する情報を「コーポレートガバナンス報告書」として共通の様式によって報告することを上場企業に求めている。その中で社内外及び独立性の有無などの役員会の構成を明らかにすることが求められているが、2013年4月の記載要領の改訂では更に男女別の構成を自主的に明らかにすることが求められた。また第187回臨時国会（平成26年9月29日召集、同11月21日解散）で審議された「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律案¹²」にも、各事業主が女性の職業生活における活躍に関する情報を定期的に公表することが盛り込まれ、審議された¹³。また日本経済団体連合会も女性の役員・管理職登用に関する自主計画行動を2014年度中に、全会員企業が開示するよう独自の取組を進めている¹⁴。女性の活躍を含む非財務情報が開示されること自体によって企業内部の取組の進展が期待されているところであるが、その情報が投資家に評価され外部ガバナンスのあり方に影響を与えることによって企業経営の全体的な規律付けや効率性が高まり、さらなる女性の活躍や、安定的な企業業績に結びつくことが期待される。

¹² 第187回国会 内閣委員会の平成26年11月7日の審議において、有村女性活躍担当大臣より趣旨説明が行われた。法律案の概要の説明の中で「常時雇用する労働者の数が三百人を超える事業主は、女性の職業生活における活躍の状況を把握し、改善すべき事情について分析した上で、事業主行動計画策定指針に即して、計画期間、定量的に定めた目標、取り組み内容等を定めた行動計画を策定し、公表すること等としております。また、女性の職業生活における活躍の推進に関する取り組みの実施の状況が優良なものであることなどの基準に適合する事業主について、厚生労働大臣がこれを認定することとしております。」と述べられている。

¹³ 当該法律案は、10年間（平成28年4月1日施行～平成38年3月31日）の時限立法案。常時雇用する労働者の数が300名を超える事業主は、女性採用比率、勤続年数男女差、女性管理職比率などの状況を把握し、改善すべき事情について分析し、定量的な目標を示す「行動計画」を定めるとともに、厚生労働省令の定めにより、女性の活躍に関する状況を定期的に開示することが盛り込まれている。

¹⁴ <http://www.keidanren.or.jp/policy/woman/actionplan.html> 参照。

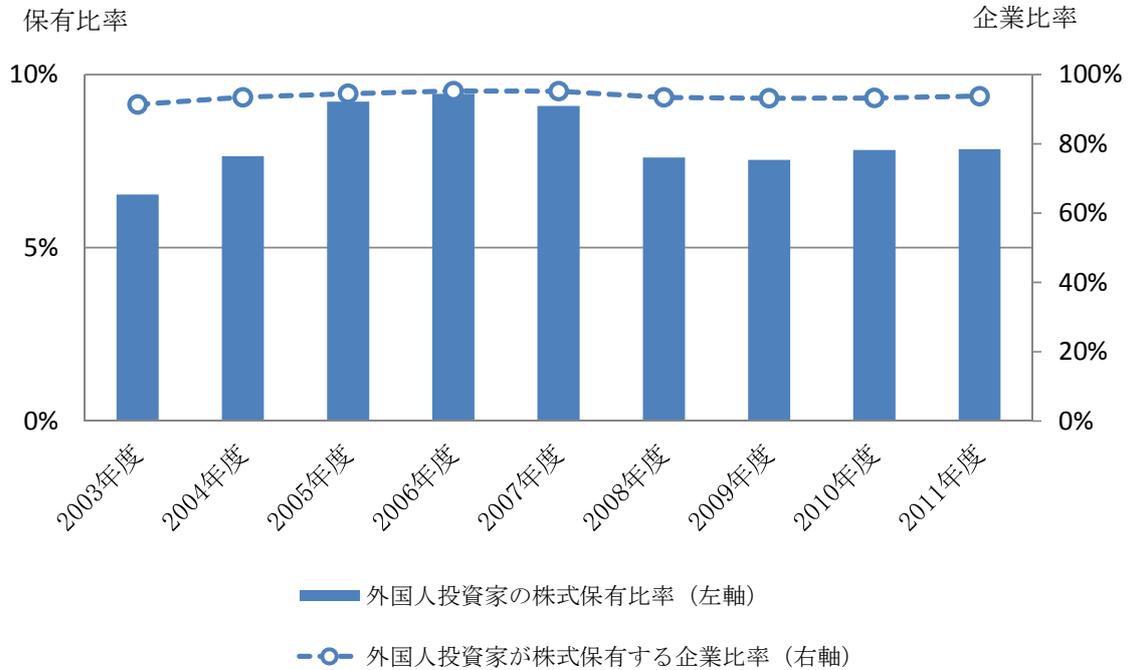
参考文献

- Brennan, M. and H. Cao [1997] “International portfolio investment flows,” *Journal of Finance* 52, pp.1851-1880.
- Dahlquist, M., Rovertsson, G. (2001) “Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics,” *Journal of Financial Economics* 59, 413-440.
- Eng, L.L. and Mak, Y. T. [2003] “Corporate governance and voluntary disclosure” *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (2003), pp325-345
- French, K. and J. Poterba [1991] “Investor Diversification and International Equity Markets,” *American Economic Review* 81, pp.222-226.
- Kang, J. and R. Stulz [1997] “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan,” *Journal of Financial Economics* 46, pp.3-28.
- Ko, K., Kim, K., Cho, S. (2006) “Characteristics and performance of institutional and foreign investors in Japanese and Korean stock markets,” *Journal of Japanese and International Economies* forthcoming.
- Lichtenberg, F., Puchner, G. [1994] “Ownership structure and corporate performance in Japan,” *Japan and the World Economy*, 6, 239-261.
- Lin, C. H., Shiu, C. Y. (2003) “Foreign ownership in the Taiwan stock market- an empirical analysis,” *Journal of Multinational Financial Management* 13, pp.19-41.
- Merton, R., (1987) “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information.” *Journal of Finance* 42, pp.483-510.
- Ruland, W., Tung, S. and George, N. E. [1990] “Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts” *The Accounting Review* Vol.65, No.3 Jul, pp710-721.
- 岩壺健太郎・外木好美「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係：分散不均一性による同時方程式の識別」一橋大学機関リポジトリ Center for Economic Institutions Working Paper Series、No.2006-13
- 小佐野広 [2001] 『コーポレートガバナンスの経済学』 日本経済新聞社
- 小佐野広 [2005] 『コーポレートガバナンスと人的資本』 日本経済新聞社
- 川口章・西谷公孝 [2011] 「コーポレート・ガバナンスと女性の活躍」『日本経済研究』、No.65、65-93 頁
- 佐々木隆文・米澤康博 [2000] 「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』 9月号、28-46.
- 首藤恵・増子信・若園智明 [2006] 「企業の社会的責任(CSR)活動とパフォーマンス」 Waseda university Institute of Finance Working Paper series、WIF-06-002

- 首藤恵・竹原均 [2007]「企業の社会的責任とコーポレートガバナンス」Waseda university Institute of Finance Working Paper series、WIF-07-006
- 内閣府 [2012]「女性活躍状況の資本市場における『見える化』に関する検討会」報告、内閣府男女共同参画局
- 西崎健司・倉澤資成 [2003]「株式保有構成と企業価値ーコーポレート・ガバナンスに関する一考察ー」日本銀行『金融研究』6月号、161-199.
- 堀内昭義・花崎正晴 (2000)「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか：製造業に関する実証分析」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』Vol.21(1)。
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 [2004]「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」ニッセイ基礎研究所『所報』Vol.33、52-98 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」、RIETI Discussion Paper Series、11-J-011
- 米澤康博・宮崎政治 [1966]「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橘木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社、222-246 頁。

図表 1 外国人の株式保有状況¹⁵

(1) 外国人の株式保有比率と株式保有する企業比率の推移

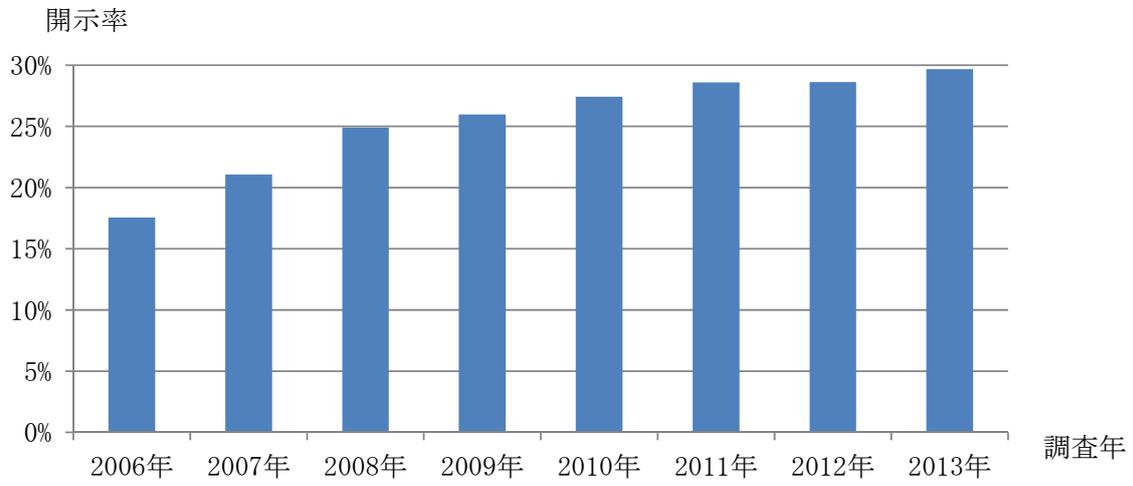


(2) 外国人の株式所有比率と標準偏差

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
対象企業数	2591社	2711社	2835社	2966社	3032社	3070社	3089社	3113社	3151社
平均	0.065	0.076	0.092	0.094	0.091	0.076	0.075	0.078	0.078
標準偏差	0.098	0.103	0.110	0.114	0.114	0.104	0.107	0.112	0.113

¹⁵ 所有者別状況に示される「政府及び地方公共団体」「金融機関」「金融商品取引業者」「その他の法人」「外国法人等」「個人その他」の6種買いが保有する株式数の合計のうち「外国法人等」の比率である。

図表 2 非財務情報開示¹⁶の状況



¹⁶ ここでは「CSR（企業の社会責任）企業調査」に対する回答率を開示率として示している。

図表 3 非財務情報開示企業の特徴

(1) 変数間の相関

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	非財務情報 開示ダミー	外国人 持株比率	総資産	負債比率	有形固定 資産比率	ROA	ROE	取締役 女性比率	取締役 外国人比率	取締役 社外比率
(1)	1									
(2)	0.22 ***	1								
(3)	0.23 ***	0.31 ***	1							
(4)	0.01 **	-0.14 ***	0.11 ***	1						
(5)	-0.04 ***	-0.12 ***	0.06 ***	0.17 ***	1					
(6)	-0.02 ***	0.13 ***	-0.02 ***	-0.26 ***	-0.08 ***	1				
(7)	0.01	0.01	0.00	-0.02 ***	0.01	0.06 ***	1			
(8)	-0.03 ***	0.02 ***	-0.01 *	-0.05 ***	-0.02 ***	0.06 ***	0.00	1		
(9)	0.00	0.20 ***	0.02 ***	-0.01	-0.07 ***	-0.02 **	-0.01	0.05 ***	1	
(10)	-0.02 ***	0.04 ***	-0.03 ***	-0.07 ***	-0.13 ***	-0.04 ***	-0.02 ***	0.15 ***	0.08 ***	1

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

(2) 過去5年間に限定した収益性と変動性

	Obs.	ROA		ROE	
		収益性 (5年間の 平均値)	変動性 (5年間の 標準偏差)	収益性 (5年間の 平均値)	変動性 (5年間の 標準偏差)
(1) 開示企業	4467	0.0396	0.0316	-0.0065	0.1343
(2) 非開示企業	11173	0.0412	0.0368	-0.0393	0.2039
差((1) - (2))		-0.0016	-0.0051	0.0327	-0.0695
t-value		1.2305	-6.0156	3.4605	-3.6304
			***	***	***

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

(3) 過去5年間に限定した収益性と株式市場での評価（東京証券取引所第一部上場企業）

	Obs.	ROA		ROE		tobin_q	
		収益性 (5年間の 平均値)	変動性 (5年間の 標準偏差)	収益性 (5年間の 平均値)	変動性 (5年間の 標準偏差)	市場評価 (5年間の 平均値)	変動性 (5年間の 標準偏差)
(1) 開示企業	3053	0.043	0.026	0.015	0.098	859.775	521.690
(2) 非開示企業	4407	0.050	0.027	-0.003	0.148	801.913	642.308
差((1) - (2))	7460	-0.0071	-0.0008	0.018	-0.050	57.862	-120.618
t-value		-5.6915	-1.1053	1.4300	-1.8356	1.5837	-3.2896
		***			*		***

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

図表 4 基本統計量

対象期間	(1)		(2)		(3)		(4)	
	2003～2011年度		2003～2006年度		2007～2011年度		2010～2011年度	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
外国人保有比率	0.081	0.109	0.083	0.107	0.080	0.110	0.078	0.112
非財務情報開示ダミー	0.251	0.434	0.212	0.409	0.281	0.449	0.292	0.455
非財務情報開示ダミー								
SRIに採用	—	—	—	—	0.054	0.225	0.060	0.238
SRIには非採用(開示のみ)	—	—	—	—	0.227	0.419	0.231	0.422
総資産(対数値)	3.211	1.710	3.199	1.726	3.220	1.698	3.221	1.702
負債比率	0.495	0.245	0.507	0.230	0.486	0.255	0.484	0.289
有形固定資産比率	0.259	0.199	0.258	0.193	0.260	0.203	0.258	0.204
ROA	0.047	0.098	-0.021	7.082	0.038	0.108	0.041	0.108
ROE	-0.035	4.925	0.041	0.197	-0.046	2.089	-0.010	2.748
組織・体制ダミー								
CSR専任部署の設置	—	—	—	—	—	—	0.086	0.280
IR専任部署の設置	—	—	—	—	—	—	0.135	0.342
消費者対応専任部署の設置	—	—	—	—	—	—	0.124	0.330
内部監査部門設置	—	—	—	—	—	—	0.179	0.384
人事関連制度ダミー								
従業員意識調査実施	—	—	—	—	—	—	0.101	0.302
従業員の評価基準開示	—	—	—	—	—	—	0.193	0.395
社内公募制度	—	—	—	—	—	—	0.123	0.328
方針や基準の明確化ダミー								
CSRに関する方針の文書化	—	—	—	—	—	—	0.138	0.345
内部倫理規定の文書化・開示	—	—	—	—	—	—	0.190	0.392
ダイバーシティに関する方針文書	—	—	—	—	—	—	0.061	0.239
ステークホルダーへの対応ダミー								
ステークホルダーエンゲージメント	—	—	—	—	—	—	0.061	0.239
機関投資家等との対話の実施	—	—	—	—	—	—	0.102	0.303
統合レポートの発行	—	—	—	—	—	—	0.022	0.147
投資家を意識したESG情報開示	—	—	—	—	—	—	0.124	0.330
サンプル・サイズ	28345		12314		16031		6438	

図表 5 非財務情報の開示と外国人保有比率の関係

(1) 固定効果モデル 2003 年度～2011 年度

	(1) 固定効果	(2) 固定効果
非財務情報開示ダミー	0.003 ** (0.001)	0.003 ** (0.003)
総資産 (対数値)	0.021 *** (0.001)	0.025 *** (0.025)
負債比率	-0.018 *** (0.003)	-0.062 *** (-0.062)
有形固定資産比率	-0.016 *** (0.005)	-0.015 *** (-0.015)
ROA	0.016 *** (0.005)	
ROE		0.000 (0.000)
年ダミー		
2004	0.011 *** (0.001)	0.026 *** (0.026)
2005	0.027 *** (0.001)	0.028 *** (0.028)
2006	0.029 *** (0.001)	0.025 *** (0.025)
2007	0.027 *** (0.001)	0.012 *** (0.012)
2008	0.014 *** (0.001)	0.012 *** (0.012)
2009	0.014 *** (0.001)	0.014 *** (0.014)
2010	0.016 *** (0.001)	0.013 *** (0.013)
2011	0.015 *** (0.001)	0.000 (0.000)
定数項	0.005 (0.005)	0.015 *** (0.000)
R-sq (within)	0.079	0.087
Prob > F	0.000	0.000
Number of obs	25996	25941
Number of groups	3100	3100

*** : p<0.01、** : p<0.05、*** : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

(2) 固定効果モデル 2003年度～2006年度

	(1) 固定効果	(2) 固定効果
非財務情報開示ダミー	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
総資産（対数値）	0.019 *** (0.002)	0.019 *** (0.002)
負債比率	-0.048 *** (0.007)	-0.058 *** (0.007)
有形固定資産比率	-0.024 ** (0.011)	-0.035 *** (0.011)
ROA	0.071 *** (0.011)	
ROE		0.000 * (0.000)
年ダミー		
2004	0.010 *** (0.001)	0.011 *** (0.001)
2005	0.026 *** (0.001)	0.026 *** (0.001)
2006	0.029 *** (0.001)	0.029 *** (0.000)
定数項	0.000 (0.000)	(0) (0.001)
R-sq (within)	0.187	0.183
Prob > F	0.000	0.000
Number of obs	10907	10891
Number of groups	2915	2915

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

(3) 固定効果モデル 2007年度～2011年度

	(1) 固定効果	(2) 固定効果	(3) 固定効果	(4) 固定効果
非財務情報開示ダミー	0.003 ** (0.002)	0.004 ** (0.001)		
非財務情報開示ダミー SRIに採用			0.009 *** (0.002)	0.009 *** (0.002)
SRIには非採用 (開示のみ)			0.003 * (0.002)	0.003 ** (0.001)
総資産 (対数値)	0.024 *** (0.002)	0.029 *** (0.002)	0.023 *** (0.002)	0.029 *** (0.002)
負債比率	-0.005 * (0.003)	-0.052 *** (0.005)	-0.005 * (0.003)	-0.052 *** (0.005)
有形固定資産比率	0.005 (0.007)	0.004 (0.007)	0.006 (0.007)	0.004 (0.007)
ROA	0.002 (0.005)		0.002 (0.005)	
ROE		0.000 * (0.000)		0.000 (0)
年ダミー				
2008	-0.013 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)
2009	-0.013 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)
2010	-0.011 *** (0.001)	-0.011 *** (0.001)	-0.011 *** (0.001)	-0.011 *** (0.001)
2011	-0.011 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)
定数項	0.011 * (0.006)	0.016 ** (0.007)	0.011 * (0.006)	0.016 ** (0.007)
R-sq (within)	0.053	0.064	0.054	0.065
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000
Number of obs	15089	15050	15089	15050
Number of groups	3093	3092	3093	3092

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

(4) クロスセクション分析 2010年度～2011年度

	(1)	(2)	(3)	(4)
非財務情報開示ダミー	0.011 *** (0.003)	0.011 *** (0.003)		
非財務情報開示ダミー SRIに採用			0.049 *** (0.006)	0.050 *** (0.005)
SRIには非採用 (開示のみ)			0.005 ** (0.003)	0.006 ** (0.003)
総資産 (対数値)	0.044 *** (0.001)	0.044 *** (0.001)	0.041 *** (0.001)	0.041 *** (0.001)
負債比率	-0.055 *** (0.005)	-0.097 *** (0.005)	-0.055 *** (0.005)	-0.098 *** (0.005)
有形固定資産比率	-0.073 *** (0.006)	-0.063 *** (0.006)	-0.070 *** (0.006)	-0.059 *** (0.006)
ROA	-0.050 *** (0.013)		-0.044 *** (0.013)	
ROE		0.000 (0)		0.000 (0)
年ダミー				
2010	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
業種ダミー				
素材	0.006 (0.008)	0.004 (0)	0.002 (0.008)	0.000 (0.008)
加工	0.020 ** (0.008)	0.019 ** (0.008)	0.015 * (0.008)	0.014 * (0.008)
他製造	0.004 (0.008)	0.001 (0.008)	-0.001 (0.008)	-0.003 (0.008)
非製造	-0.002 (0.008)	0.000 (0.008)	-0.005 (0.008)	-0.003 (0.008)
運輸	0.005 (0.016)	0.007 (0.016)	-0.002 (0.016)	0.001 (0.016)
公益	0 (0.009)	-0.003 (0.009)	-0.005 (0.009)	-0.008 (0.009)
設立年ダミー				
1945～1954年	-0.006 * (0.003)	-0.008 ** (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.007 ** (0.003)
1955～1964年	0.01 ** (0.004)	0.006 (0.004)	0.01 *** (0.004)	0.006 * (0.004)
1965～1974年	0.019 *** (0.004)	0.014 *** (0.004)	0.02 *** (0.004)	0.014 *** (0.004)
1975～1984年	0.031 *** (0.005)	0.027 *** (0.004)	0.03 *** (0.005)	0.027 *** (0.004)
1985～1994年	0.045 *** (0.005)	0.042 *** (0.005)	0.043 *** (0.005)	0.04 *** (0.005)
1995～2004年	0.067 *** (0.005)	0.060 *** (0.005)	0.065 *** (0.005)	0.058 *** (0.005)
2004年以降	0.07 *** (0.01)	0.064 *** (0.01)	0.068 *** (0.01)	0.062 *** (0.01)
定数項	-0.042 *** (0.01)	-0.026 *** (0.01)	-0.031 *** (0.01)	-0.014 (0.01)
Adj R-squared	0.391	0.410	0.397	0.415
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000
Number of obs	6109	6089	6109	6089

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

(5) 固定効果モデル 2010年度～2011年度

	(1)	(2)	(3)	(4)
	固定効果	固定効果	固定効果	固定効果
非財務情報開示ダミー	0.014 *** (0.004)	0.014 *** (0.004)		
非財務情報開示ダミー SRIに採用			0.010 (0.007)	0.010 (0.007)
SRIには非採用 (開示のみ)			0.014 *** (0.004)	0.014 *** (0.004)
総資産 (対数値)	0.013 *** (0.004)	0.015 *** (0.004)	0.013 *** (0.004)	0.015 *** (0.004)
負債比率	-0.003 (0.004)	-0.041 *** (0.01)	-0.003 (0.004)	-0.041 *** (0.01)
有形固定資産比率	-0.004 (0.014)	-0.004 (0.013)	-0.004 (0.014)	-0.004 (0.013)
ROA	-0.012 (0.011)		-0.012 (0.011)	
ROE		0.000 (0)		0.000 (0)
年ダミー 2011	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
定数項	0.035 *** (0.014)	0.045 *** (0.013)	0.036 *** (0.014)	0.045 *** (0.013)
R-sq (within)	0.009	0.014	0.009	0.014
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000
Number of obs	6109	6089	6109	6089
Number of groups	3082	3078	3082	3078

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

(6) 操作変数法 2010年度～2011年度 *業績指標にROAを採用

第Ⅱ段階 [被説明変数] 外国人保有比率	(1)	(2)	(3)	(4)
非財務情報開示ダミー	0.034 *** (0.005)	0.024 *** (0.004)	0.021 *** (0.005)	0.023 *** (0.003)
総資産 (対数値)	0.041 *** (0.001)	0.043 *** (0.001)	0.043 *** (0.001)	0.043 *** (0.001)
負債比率	-0.055 *** (0.005)	-0.055 *** (0.005)	-0.055 *** (0.005)	-0.055 *** (0.005)
有形固定資産比率	-0.067 *** (0.006)	-0.070 *** (0.006)	-0.071 *** (0.006)	-0.070 *** (0.006)
ROA	-0.048 *** (0.013)	-0.049 *** (0.013)	-0.049 *** (0.013)	-0.049 *** (0.013)
年ダミー (2011年)	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
設立年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	-0.039 *** (0.01)	-0.041 *** (0.01)	-0.041 *** (0.01)	-0.041 *** (0.01)
修正R-squared	0.382	0.388	0.389	0.388
第Ⅰ段階 [被説明変数]非財務情報開示ダミー				
総資産 (対数値)	0.021 *** (0.004)	0.010 *** (0.003)	0.009 ** (0.004)	-0.013 *** (0.003)
負債比率	0.013 (0.019)	0.015 (0.016)	0.017 (0.019)	0.014 (0.015)
有形固定資産比率	-0.102 *** (0.026)	-0.037 * (0.022)	-0.080 *** (0.027)	-0.011 (0.02)
ROA	-0.025 (0.055)	-0.015 (0.046)	0.061 (0.055)	0.012 (0.042)
組織・体制				
CSR専任部署ダミー	0.349 *** (0.02)			0.051 *** (0.018)
消費者対応専任部署ダミー	0.611 *** (0.016)			0.305 *** (0.014)
人事関連制度				
従業員意識調査実施ダミー		0.095 *** (0.016)		0.006 (0.016)
従業員の評価基準開示ダミー		0.811 *** (0.013)		0.651 *** (0.013)
方針や基準の文書化				
CSRに関する方針の文書化			0.756 *** (0.017)	0.236 *** (0.016)
ダイバーシティに関する方針文書化			0.085 *** (0.024)	-0.153 *** (0.02)
年ダミー (2011年)	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
設立年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	0.072 * (0.041)	0.076 ** (0.034)	0.119 *** (0.041)	0.124 *** (0.032)
修正R-squared	0.390	0.582	0.390	0.639
Obs	6109	6109	6109	6109

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

(7) 操作変数法 2010年度～2011年度 *業績指標にROEを採用

第Ⅱ段階 [被説明変数] 外国人保有比率	(1)	(2)	(3)	(4)
非財務情報開示ダミー	0.034 *** (0.005)	0.024 *** (0.004)	0.022 *** (0.005)	0.023 *** (0.003)
総資産 (対数値)	0.042 *** (0.001)	0.043 *** (0.001)	0.043 *** (0.001)	0.043 *** (0.001)
負債比率	-0.099 *** (0.006)	-0.098 *** (0.005)	-0.098 *** (0.005)	-0.098 *** (0.005)
有形固定資産比率	-0.057 *** (0.006)	-0.059 *** (0.006)	-0.060 *** (0.006)	-0.059 *** (0.006)
ROE	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 * (0)	0.000 (0)
年ダミー (2011年)	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
設立年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	-0.022 ** (0.01)	-0.024 ** (0.01)	-0.024 ** (0.01)	-0.024 ** (0.01)
修正R-squared	0.402	0.407	0.408	0.407
第Ⅰ段階 [被説明変数]非財務情報開示ダミー				
総資産 (対数値)	0.019 *** (0.004)	0.009 *** (0.003)	0.009 ** (0.004)	-0.013 *** (0.003)
負債比率	0.049 ** (0.023)	0.047 ** (0.019)	0.031 * (0.023)	0.041 ** (0.018)
有形固定資産比率	-0.111 *** (0.027)	-0.044 ** (0.022)	-0.086 *** (0.027)	-0.018 (0.021)
ROE	0.000 (0.002)	0.001 (0.001)	0.001 * (0.002)	0.001 (0.001)
組織・体制				
CSR専任部署ダミー	0.349 *** (0.02)			0.05 *** (0.018)
消費者対応専任部署ダミー	0.611 *** (0.016)			0.306 *** (0.014)
人事関連制度				
従業員意識調査実施ダミー		0.096 *** (0.016)		0.006 (0.016)
従業員の評価基準開示ダミー		0.811 *** (0.013)		0.651 *** (0.013)
方針や基準の文書化				
CSRに関する方針の文書化			0.754 *** (0.017)	0.235 *** (0.016)
ダイバーシティに関する方針文書化			0.085 *** (0.024)	-0.153 *** (0.02)
年ダミー (2011年)	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
設立年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	0.060 (0.042)	0.065 * (0.034)	0.115 *** (0.042)	0.116 *** (0.032)
修正R-squared	0.359	0.582	0.389	0.640
Obs.	6089	6089	6089	6089

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

図表6 1年のタイムラグのある変数による推計 2003年度～2011年度

	n=0年		n=1年	
	(1)	(2)	(3)	(4)
非財務情報開示ダミー (t-n年)	0.008 *** (0.001)	0.008 *** (0.001)	0.006 *** (0.001)	0.006 *** (0.001)
総資産 (対数値)	0.043 *** (0)	0.044 *** (0)	0.044 *** (0)	0.045 *** (0)
負債比率	-0.081 *** (0.003)	-0.11 *** (0.003)	-0.080 *** (0.003)	-0.111 *** (0.003)
有形固定資産比率	-0.069 *** (0.003)	-0.065 *** (0.003)	-0.070 *** (0.003)	-0.065 *** (0.003)
ROA	0.041 *** (0.007)		0.031 *** (0.007)	
ROE		0 (0)		-0.001 *** (0)
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
設立年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	-0.039 *** (0.005)	-0.025 *** (0.005)	-0.034 *** (0.005)	-0.020 *** (0.005)
Adj R-squared	0.396	0.406	0.404	0.415
Number of obs	25996	25941	23415	23366

	n=2年		n=3年	
	(5)	(6)	(7)	(8)
非財務情報開示ダミー (t-n年)	0.006 *** (0.001)	0.006 *** (0.001)	0.006 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)
総資産 (対数値)	0.045 *** (0)	0.046 *** (0)	0.045 *** (0)	0.045 (0) ***
負債比率	-0.079 *** (0.003)	-0.110 *** (0.003)	-0.077 *** (0.003)	-0.108 (0.003) ***
有形固定資産比率	-0.071 *** (0.003)	-0.065 *** (0.003)	-0.071 *** (0.004)	-0.065 (0.004) ***
ROA	0.015 ** (0.007)		-0.005 (0.008)	
ROE		-0.001 *** (0)		-0.001 (0) ***
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
設立年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	-0.024 *** (0.005)	-0.010 * (0.005)	-0.022 *** (0.006)	-0.009 (0.006)
Adj R-squared	0.410	0.422	0.409	0.422
Number of obs	20716	20674	17905	17866

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1

() 内は標準誤差を示す

〈参考〉 SRI 採用企業の特徴；過去5年間に限定した収益性と変動性

	Obs.	ROA		ROE	
		収益性	変動性	収益性	変動性
		(5年間の 平均値)	(5年間の 標準偏差)	(5年間の 平均値)	(5年間の 標準偏差)
(1) SRI採用企業	859	0.0403	0.0244	0.0192	0.0875
(2) SRI非採用企業 (開示のみ)	3612	0.0393	0.0334	-0.0102	0.1526
差((1) - (2))		0.0010	-0.0090	0.0294	-0.0651
t-value		0.4598	-6.0159 ***	3.1683 ***	-3.4895 ***

*** : p<0.01、** : p<0.05、* : p<0.1