

**【研究論文】**

# 企業による包括的な情報開示活動の効果

－コーポレート・レピュテーションとの関連－

記 虎 優 子 (大阪成蹊短期大学)

奥 田 真 也 (大阪学院大学)

## I はじめに

会計学研究においては、企業の情報開示の効果は、広い意味での資本コストと企業の情報開示の関係を検証することで捉えようとするのが主流である<sup>1)</sup>。これに対して本稿では、企業の情報開示の効果を抑えるために、会計学研究において最近関心を向けられるようになってきたコーポレート・レピュテーションに着目する<sup>2)</sup>。

コーポレート・レピュテーションは、企業と多様なステークホルダーとの関係性を捉えたもの(櫻井, 2005)、あるいは多様なステークホルダーの期待に基づいて企業の行動を評価したもの(Neville, Bell and Menguc, 2005)であると解することができる。したがって、Freeman (1984)に端を発するステークホルダー・アプローチの観点から主張される、多様なステークホルダーとの良好な信頼関係の構築・維持という企業が情報開示に取り組む背景ないし理由に照らして企業の情報開示の効果を抑えるためには、コーポレート・レピュテーションに着目することは、企業の情報開示の効果をより直接的に捉えることができるという点で、資本コストに着目するよりも適切な方法であると言える。

以下では、まず、先行研究のレビューを行って仮説を導出する。次に、リサーチ・デザインと検証結果について述べる。最後に、本稿の検証結果から得られた証拠について述べるとともに、今後の課題を提示することとする。

## II 先行研究のレビューと仮説の導出

ステークホルダー・アプローチによれば、企業は多様なステークホルダーと良好な信頼関係を構築・維持しようとする戦略的な社会責任活動の一環として、情報開示に取り組むとされる。

---

キーワード; 包括的企業情報開示、コーポレート・レピュテーション、ステークホルダー・アプローチ、実証研究

したがって、ステークホルダー・アプローチに依拠して企業の情報開示の効果を適切に捉えるには、情報開示に積極的な企業ほど、多様なステークホルダーと良好な信頼関係を実際に構築・維持することができているかどうかを直接的に捉える必要がある。つまり、ステークホルダー・アプローチに依拠する場合には、先行研究のように企業の情報開示の効果を捉えるために資本コストに着目することは、充分でないのである。こうした指摘は、他の論者にもみられる。たとえば、Waddock and Graves (1997) は、ステークホルダー・アプローチの観点から企業の社会責任活動の効果を適切に捉えるには、財務的な観点に偏らない総合的な外部評価に着目する必要があると主張している。企業の情報開示は、社会責任活動の1つとして位置づけることが可能である。

コーポレート・レピュテーションを上述のように企業と多様なステークホルダーとのかかわりにおいて捉えれば、コーポレート・レピュテーションは、企業と多様なステークホルダーとの間に良好な信頼関係が構築・維持されているほど、高く評価されるはずである。そこで、本稿では、企業の情報開示とコーポレート・レピュテーションの関係を検証することによって、企業の情報開示の効果を捉えることとした。

企業の情報開示とコーポレート・レピュテーションの関係を検証することを試みている先行研究には、次のようなものがある。Espinosa and Trombetta (2004) は、Spanish Observatory of Corporate Reputation というマーケット調査研究所が開発・公表しているコーポレート・レピュテーションの評価指標と彼らが独自に測定した年次報告書における情報開示の質との間に正の関係があるとの証拠を提示している。Riahi-Belkaoui (2001) および Landgraf and Riahi-Belkaoui (2003) は、“Fortune” 誌が調査したコーポレート・レピュテーションの評価指標と証券アナリストが評価した財務情報開示の質との間に正の関係があるとの証拠を提示している。Toms (2002) および Hasseldine, Salama and Toms (2005) は、環境情報開示の量ないし質を独自に測定し、それらが“Management Today” 誌において公表された企業の環境レピュテーションの評価指標に正の影響与えるとの証拠を提示している。

これらの先行研究から得られた証拠は、企業情報開示がコーポレート・レピュテーションに正の影響を与える要因の1つであることを示している。そこで、本稿では企業の経済・社会・環境的側面に関する包括的な情報開示に着目するとともに、包括的な情報開示の量ないし質ではなく、企業姿勢に着目することとした。その上で、次の仮説を検証する。

H1：包括的な情報開示に積極的に取り組む企業ほど、コーポレート・レピュテーションが高い。

### Ⅲ リサーチ・デザイン

本稿では、サンプルとして第12回（2001年調査実施、2002年調査結果公表）と第13回（2002年調査実施、2003年結果公表）の朝日新聞文化財団「企業社会貢献度調査」の評価対象であり

(金融・保険を除く)、かつ2001年と2002年の『週刊ダイヤモンド』誌「企業イメージ140社ランキング」の評価対象でもある企業を選択している。

「企業社会貢献度調査」では、調査実施年度によって評価項目が幾分異なっている。そこで、評価項目の一貫性が保たれ、かつ可能な限り直近のデータを利用するために、第12回と第13回の調査対象企業を選択することとした。次に、「企業社会貢献度調査」の調査実施時期<sup>3)</sup>と対応させて、「企業イメージランキング」の調査実施時期<sup>4)</sup>を選択した。検証に必要な後述の財務データおよび注記データは、各年の「企業イメージランキング」の調査実施時期からみて直近となるものを選択することとし、2000年11月～2001年10月ないし2001年11月～2002年10月に終了する各事業年度の原則として連結ベース<sup>5)</sup>の財務データおよび注記データを『日経NEEDS財務データCD-ROM版』から得た。また、各事業年度終了日における株価を『東洋経済新報社株価CD-ROM』から得た。

さらに、これらの各データ入手源から検証に必要なデータを得られ、かつ資本の部<sup>6)</sup>が正である企業にサンプルを限定している。この結果、連結ベースの財務データおよび注記データを利用しているサンプル対象となる企業はのべ119社であり、単体ベースのそれらを利用しているサンプル対象となる企業は述べ1社である。すなわち、本研究におけるサンプル数は、合計でのべ120社である。

コーポレート・レピュテーションとのかかわりにおいて企業による包括的な情報開示活動の効果を検証するには、コーポレート・レピュテーションの良し悪しや包括的な情報開示活動に対する企業姿勢の積極性を判断する評価指標が必要である<sup>7)</sup>。

そこで、まず上述の「企業イメージ140社ランキング」を利用することとした。この調査は、『週刊ダイヤモンド』誌編集部によって1997年以降毎年実施されているもので、日本におけるコーポレート・レピュテーション調査に最も近いものの1つであると指摘され(櫻井, 2005)、かつすべての調査対象企業について調査結果が利用可能である。したがって、この調査は、各企業のコーポレート・レピュテーションを比較する格好の資料であると言えよう。

この調査では、『週刊ダイヤモンド』誌の定期購読者に対するアンケート調査によって、『週刊ダイヤモンド』誌編集部が企業の知名度、業界内の地位、売上げ規模等を総合的に勘案して選定した企業について「総合的な見地からどの程度の好感度を持っているか」が評価・点数化されて、総合ランキング(得点と順位)として公表されている。なお、評価対象となる企業は、毎年数社ずつ入れ替えられている。さらに、①製品・サービスの優位性、②社会貢献・倫理性、③体質転換・自己革新能力、④人材の育成・活用、⑤成長力、⑥技術力・商品企画力、⑦財無力、といった企業の特定の側面の好感度について、『週刊ダイヤモンド』誌の定期購読者にアンケート調査した結果が、7項目の項目別ランキング(得点と順位)として公表されている。

本稿では、これらのランキングをもってコーポレート・レピュテーション(CR)の評価指標とすることとした。被説明変数である各CR変数は、これらの評価指標をもとに作成される変数

である。なお、順位に基づく各CR変数については、得点に基づく各CR変数と係数の符号の方向を一致させるために、表2~4では負値を利用する。

次に、上述の「企業の社会貢献度調査」<sup>8)</sup>も利用することとした。この調査は、朝日新聞文化財団に設けられた「企業の社会貢献度調査」委員会によって1990年から2002年まで毎年実施されてきたものである。この調査は、米国の非営利組織である経済優先順位研究所(The Council on Economics Priorities: CEP)が行ってきた企業の社会的責任に関する企業格付けを模して、調査協力企業に対するアンケート調査に基づいて、情報開示活動を含む様々な社会責任活動について企業の取り組み度合いを評価したものであり、かつすべての調査対象企業について調査結果が利用可能である。したがって、この調査を利用することにより、包括的な情報開示活動に対する企業姿勢の積極性を判断する評価指標を作成することができよう。

この調査では、評価項目ごとに上から順にA~Eの5段階の評価判定が行われている。本稿では、(ix) 情報開示の指標を構成する4つの評価項目と、(v) 消費者指向の指標の一部を構成している「情報提供努力」の評価項目と、(vii) 環境保護の指標の一部を構成している「情報の開示」の評価項目に着目した。なお、(ix) 情報開示の指標を構成する評価項目のうち、「(当該アンケート一筆者注) 調査への協力」という評価項目の評価判定は、考慮していない。なぜなら、アンケート調査への協力姿勢を包括的な情報開示活動に対する企業姿勢と同じ次元で取り扱うことは、適当でないからである。そして、各評価項目の評価判定を上から順に5点~1点に変換した。なお、無回答と評価判定されている評価項目は、1点とみなして変換した。また、非該当と評価判定されている評価項目は除外した。その上で、各評価項目の変換点数の合計を当該評価項目数で割って求めた平均値をもって、包括的な情報開示活動に対する企業姿勢の積極性を判断する評価指標とすることとした。説明変数の1つである包括的情報開示度は、当該評価指標をもとに作成される変数である。包括的情報開示度と各CR変数(ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値)との間には、仮説に基づき正の関係があると予測される。

なお、本稿では、コーポレート・レピュテーションの規定要因を実証的に検証している先駆的研究であるFombrun and Shanley (1990) が、コーポレート・レピュテーションに影響を与える要因として指摘した、(a) 市場シグナル、(b) 会計シグナル、(c) 制度的シグナル<sup>9)</sup>の要因を示す以下の変数も説明変数として組み入れている<sup>10)</sup>。

市場シグナルとしては、PBR(株価純資産倍率)を用いる。PBRは企業の成長性を示している。PBRの高い企業ほど将来の成長が期待されて好意的に評価されるであろうからPBRと各CR変数(ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値)との間には正の関係があると予測される。

会計シグナルとしては、株主資本利益率(ROE)と株主資本比率を用いる。ROEは企業の収益性を示している。収益性が高い企業ほど資産を効率的に利用していると判断されて好意的に評価されるであろうから、ROEと各CR変数(ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値)との間には正の関係があると予測される。株主資本比率は、安全性を示している。多くの

ステークホルダーはリスク回避的に企業を評価するので、安全性が高い企業ほど総じて好意的に評価されるであろうから、株主資本比率と各CR変数（ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値）との間には正の関係があると予測される。

制度的シグナルとしては、以下のいくつかの変数を用いる。わが国では、従来コーポレート・ガバナンスにおいて金融機関が大きな役割を果たしてきているので、金融機関が株式を所有する割合が高い企業ほど、金融機関によるガバナンスが有効に機能していると判断されて好意的に評価されるであろうから、金融機関持株比率<sup>11)</sup>と各CR変数（ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値）との間には正の関係があると予測される。反対に、上位10株主持株比率が高い企業ほど、特定株主の割合が高いためにガバナンスが有効に機能していないと判断されて好意的な評価を得られないであろうから、上位10株主持株比率と各CR変数（ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値）との間には負の関係があると予測される。

企業規模は、総資産で測っている。規模が大きい企業ほど多様なステークホルダーから注目を集めるので、彼らと良好な信頼関係を構築・維持する必要性が大きく、コーポレート・レピュテーションを高めようとするであろうから、企業規模と各CR変数（ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値）との間には正の関係があると予測される。

業種は、上述の「企業の社会貢献度調査」において採用された14の製品・産業分野のうち金融・保険分野以外でかつ10社以上サンプル数のある、食料品、化粧品・医薬品、電気/精密機器、機械・他製品、流通の各製品・産業分野に所属する場合には1、所属しない場合には0をとるダミー変数である。一般大衆（消費者）に近い産業に属する企業ほど身近な存在として親しみを感じさせるので、コーポレート・レピュテーションは高く評価されるであろうから、特定の業種と各CR変数（ただし順位に基づく各CR変数についてはその負値）との間には正の関係があると予測される。

以上の各変数を用いて、コーポレート・レピュテーションとのかかわりにおいて企業による包括的な情報開示活動の効果を検証する。検証式は、次のとおりである。なお、 $\varepsilon_i$ は、攪乱項を示す変数である。

$$CR \text{ 変数 }_i = \alpha_1 + \alpha_2 \text{ 包括的情報開示度 }_i + \alpha_3 PBR_i + \alpha_4 ROE_i + \alpha_5 \text{ 株主資本比率 }_i + \alpha_6 \text{ 金融機関持株比率 }_i + \alpha_7 \text{ 上位10株主持株比率 }_i + \alpha_8 \text{ 企業規模 }_i + \sum \alpha_{9,k} \text{ 業種ダミー }_{k,i} + \varepsilon_i$$

CR総合得点ないし順位を被説明変数とする場合には、重回帰モデルを用いて分析する。その際の検定統計量としては、攪乱項の不均一分散の問題への対処のためWhite (1980) のt値を用いる。一方、7つの個別CR変数（得点ないし順位）をそれぞれ被説明変数とする場合には、説明変数もサンプルも共通であり、表2より被説明変数間の相関も高いことが分かる。よって各検証式間の攪乱項に相関があり得ると想定される。そこで、各検証式間の攪乱項に相関があると仮定して、見かけ上無関係な回帰 (SUR) を用いて分析する。その際の検定統計量としてはSUR

を用いた場合に一般的な検定統計量であるz値を用いる。

#### IV 検証結果とその分析

業種以外の各変数について、基本統計量は表1に、相関関係は表2に示している。表1から、順位に基づく各CR変数の平均値は140の1/2である70よりも全て小さく、「企業イメージ140社ランキング」の上位に属する企業に幾分偏ってサンプリングされていることが分かる。また、PBRの平均値も1.92と高く、全体的に成長性が高い企業がサンプリングされていることには注意が必要である。企業規模は、標準偏差に比して、最小値および最大値が平均値から離れていることから、総資産の自然対数をとることで、平均と分散を調整することとした。

表2から、順位・点数ともに、7つの個別CR変数間の相関係数が高いことが分かる。かつ、順位・点数ともに、7つの個別CR変数とCR総合得点ないし順位との間の相関係数も高いことも分かる。また、上位10株主持株比率と各CR変数間の一部を除いて、各CR変数と各説明変数の間には、正の相関関係があることが分かる。

重回帰モデルの検証結果は表3に示している。また、SURによる検証結果は表4に示している。まず、CR総合得点ないし順位が被説明変数となる検証式の結果の検討から開始する。包括的情報開示度は、得点・順位の両モデルで正かつ5%水準以上で有意であり、仮説と整合的である。したがって、包括的な情報開示に積極的に取り組む企業ほど、多様なステークホルダーと良好な信頼関係を構築・維持できていると解釈することができる。

市場シグナルを示す変数であるPBRは、得点・順位の両モデルにおいて正かつ1%水準で有意である。つまり、証券市場において成長性が高いと評価されている企業ほど、コーポレート・レピュテーションが高いことが分かる。

会計シグナルを示す変数であるROEと株主資本比率はともに、得点・順位の両モデルで正かつ5%水準以上で有意である。つまり、収益性の高い企業ほど、そして安全性の高い企業ほど、コーポレート・レピュテーションが高く評価されていることが分かる。

制度的シグナルについては、金融機関持株比率および上位10株主持株比率がともに、予測と異なって、得点・順位の両モデルで統計的に有意でない。つまり、株主パワーとコーポレート・レピュテーションとの関係は薄い可能性があるとして解釈できる。また、企業規模は、得点・順位の両モデルで正であるが、統計的に有意であるのは得点のモデルだけである。したがって、企業規模とコーポレート・レピュテーションの関係について、本稿では十分な証拠を得ていない。業種を示す各変数は、おおむね統計的に有意ではない。このことから、コーポレート・レピュテーションの良し悪しに本稿で考慮されている業種は関係ないと言えよう。

次に、7つの個別CR変数（得点ないし順位）をそれぞれ被説明変数とする場合の検証結果の検討を行う。検証結果は、CR総合得点ないし順位を被説明変数とする場合の検証結果とおおむ

表1 基本統計量 (N=120)

変数名	平均	標準偏差	最小	最大
<b>被説明変数 (CR 変数)</b>				
総合得点	66.20	8.30	36.80	88.30
総合順位	53.61	38.10	1.00	140.00
製品・サービスの優位性(得点)	75.10	10.48	49.00	97.40
製品・サービスの優位性(順位)	57.78	39.28	1.00	137.00
社会貢献・倫理性 (得点)	71.10	8.09	39.60	91.80
社会貢献・倫理性 (順位)	51.77	38.41	1.00	140.00
体質転換・自己革新能力(得点)	72.61	10.15	43.10	96.80
体質転換・自己革新能力(順位)	57.01	38.59	1.00	139.00
人材の育成・活用 (得点)	70.85	8.84	43.00	93.90
人材の育成・活用 (順位)	55.69	37.21	1.00	140.00
成長力 (得点)	70.73	10.24	45.20	94.40
成長力 (順位)	56.22	38.94	1.00	138.00
技術力・商品企画 (得点)	74.30	10.32	51.70	97.80
技術力・商品企画 (順位)	55.36	39.24	1.00	137.00
財務力 (得点)	72.13	10.31	47.00	98.80
財務力 (順位)	58.75	38.22	1.00	136.00
<b>説明変数</b>				
包括的情報開示度	3.81	0.62	2.17	5.00
PBR	1.92	1.05	0.51	7.02
ROE	2.16	11.54	-57.81	33.17
株主資本比率	0.39	0.20	0.04	0.83
金融機関持株比率	0.46	0.11	0.00	0.67
上位10株主持株比率	0.37	0.09	0.22	0.80
企業規模	23,116	31,585	928	198,889

**変数の定義**

CR 変数：「企業イメージ140社ランキング」の得点および順位

包括的情報開示度：「社会貢献度調査」の該当項目の平均値

PBR：株式時価総額÷資本の部合計

ROE：当期純利益÷（資本の部合計の2期間平均値）×100

株主資本比率：資本の部合計÷資産の部合計

金融機関持株比率：金融機関持株数÷発行済み株式数

上位10株主持株比率：上位10株主持株数÷発行済み株式数

企業規模：総資産（億円）

表 2 各 変 数 の 相 関 関 係 (N=120)

	総合得点	総合順位	製品・サー ビスの優位 性(得点)	製品・サー ビスの優位 性(順位)	社会貢献・ 倫理性 (得点)	社会貢献・ 倫理性 (順位)	体質転換・ 自己革新能 力(得点)	体質転換・ 自己革新能 力(順位)	人材の育 成・活用 (得点)	人材の育 成・活用 (順位)	成長力 (得点)	成長力 (順位)
総合得点	1.00											
総合順位	0.92	1.00										
製品・サー ビスの優位性(得点)	0.87	0.91	1.00									
製品・サー ビスの優位性(順位)	0.93	0.93	0.97	1.00								
社会貢献・倫理性(得点)	0.95	0.88	0.82	0.82	1.00							
社会貢献・倫理性(順位)	0.87	0.94	0.86	0.88	0.91	1.00						
体質転換・自己革新能力(得点)	0.96	0.90	0.95	0.90	0.92	0.90	1.00					
体質転換・自己革新能力(順位)	0.89	0.94	0.92	0.93	0.85	0.90	0.95	1.00				
人材の育成・活用(得点)	0.96	0.88	0.93	0.88	0.91	0.84	0.97	0.91	1.00			
人材の育成・活用(順位)	0.89	0.92	0.92	0.93	0.84	0.88	0.93	0.97	0.94	1.00		
成長力(得点)	0.95	0.92	0.96	0.92	0.89	0.87	0.96	0.93	0.95	0.94	1.00	
成長力(順位)	0.88	0.94	0.93	0.94	0.83	0.89	0.90	0.95	0.89	0.95	0.96	1.00
技術力・商品企画(得点)	0.93	0.91	0.94	0.91	0.87	0.86	0.93	0.91	0.93	0.92	0.98	0.95
技術力・商品企画(順位)	0.86	0.93	0.90	0.92	0.82	0.88	0.88	0.92	0.87	0.93	0.94	0.97
財務力(得点)	0.86	0.83	0.91	0.89	0.81	0.80	0.85	0.81	0.84	0.83	0.88	0.86
財務力(順位)	0.81	0.84	0.90	0.90	0.77	0.80	0.81	0.81	0.80	0.83	0.86	0.87
包括的情報開示度	0.25	0.27	0.20	0.22	0.27	0.31	0.24	0.26	0.22	0.24	0.23	0.23
PBR	0.31	0.28	0.27	0.24	0.23	0.22	0.34	0.30	0.30	0.29	0.30	0.28
ROE	0.24	0.20	0.21	0.18	0.21	0.13	0.25	0.21	0.25	0.21	0.20	0.17
株主資本比率	0.38	0.50	0.50	0.56	0.36	0.46	0.41	0.50	0.38	0.50	0.45	0.53
金融機関持株比率	0.13	0.12	0.19	0.18	0.10	0.10	0.14	0.13	0.17	0.18	0.24	0.22
上位10株持株比率	0.02	0.02	0.07	0.08	-0.06	-0.06	0.08	0.09	0.01	0.04	0.02	0.05
企業規模(自然対数値)	0.24	0.11	0.18	0.11	0.21	0.10	0.22	0.12	0.24	0.12	0.24	0.15
技術力・商品企画(得点)	1.00											
技術力・商品企画(順位)	0.97	1.00										
財務力(点数)	0.86	0.83	1.00									
財務力(順位)	0.84	0.84	0.98	1.00								
包括的情報開示度	0.25	0.25	0.22	0.23	1.00							
PBR	0.26	0.25	0.20	0.19	-0.04	1.00						
ROE	0.16	0.14	0.22	0.19	-0.20	0.20	1.00					
株主資本比率	0.45	0.53	0.53	0.55	-0.04	0.22	1.00					
金融機関持株比率	0.22	0.20	0.18	0.15	-0.03	-0.06	0.02	1.00				
上位10株主持株比率	-0.01	0.02	0.04	0.04	-0.21	0.29	0.31	0.28	1.00			
企業規模(自然対数値)	0.26	0.18	0.30	0.25	0.41	0.06	-0.07	-0.34	0.33	-0.24	1.00	

(注) 順位に基づく各CR変数については、負値を利用している。



表3 CR総合得点ないし順位を被説明変数とする場合の検証結果<sup>a</sup> (N=120)

変数名	予測符号	CR 総合得点	CR 総合順位 (負値)
定数項	?	20.76 (1.67) *	-223.95 (-4.94) ***
包括的情報開示	+	2.09 (2.19) **	11.69 (2.70) ***
PBR	+	2.44 (4.03) ***	10.14 (4.18) ***
ROE	+	12.57 (2.22) **	47.41 (2.12) **
株主資本比率	+	20.11 (5.39) ***	98.93 (5.96) ***
金融機関持株比率	+	3.93 (0.51)	35.84 (1.17)
上位10株主持株比率	-	-11.43 (-1.39)	-43.40 (-1.24)
企業規模 (自然対数値)	+	1.91 (2.35) **	3.98 (1.33)
食料品	?	0.67 (0.28)	15.33 (1.51)
化粧品・医薬品	?	-0.46 (-0.20)	12.20 (1.28)
電気/精密機器	?	1.73 (0.85)	24.15 (2.96) ***
機械・他製品	?	0.21 (0.09)	13.58 (1.23)
流通	?	0.03 (0.02)	7.28 (0.82)
修正済み決定係数		0.38	0.48

a 括弧内は White (1980) の t 値。

\*\*\*有意水準1%。

\*\*有意水準5%。

\*有意水準10%。

表4 各々の観点に着目したレピュテーションを示す各変数を被説明変数とする場合の検証結果<sup>a</sup>(N=120)

	予測符号	製品・サービスの優位性	社会貢献・倫理性	体質転換・自己革新能力	人材の育成・活用	成長力	技術力・商品企画	財務力
PanelA: 得点	?	12.56 (1.03)	36.45 (3.51)***	15.05 (1.24)	27.46 (2.55)**	10.78 (0.93)	17.79 (1.58)	-21.12 (-2.04)**
包括的情報開示	+	2.79 (2.01)**	2.29 (1.95)*	2.83 (2.06)**	2.28 (1.87)*	2.32 (1.77)*	2.50 (1.95)*	1.17 (1.00)
PBR	+	2.98 (3.92)***	1.94 (3.02)***	2.97 (3.96)***	2.47 (3.70)***	3.05 (4.25)***	2.86 (4.09)***	2.02 (3.16)***
ROE	+	7.49 (1.14)	13.48 (2.42)**	13.96 (2.15)**	13.72 (2.37)**	8.74 (1.41)	6.65 (1.10)	8.69 (1.56)
株主資本比率	+	31.27 (7.17)***	19.15 (5.18)***	26.60 (6.17)***	21.53 (5.60)***	26.32 (6.38)***	26.38 (6.56)***	33.87 (9.18)***
金融機関持株比率	+	13.73 (1.97)**	0.63 (0.11)	8.81 (1.28)	7.78 (1.27)	15.88 (2.41)**	12.74 (1.98)**	5.77 (0.98)
上位10株持株比率	-	-6.56 (-0.68)	-21.61 (-2.64)***	-8.59 (-0.90)	-12.68 (-1.49)	-5.94 (-0.65)	-4.96 (-0.56)	-5.24 (-0.64)
企業規模 (自然対数値)	+	2.17 (2.44)**	1.56 (2.06)**	2.11 (2.39)**	1.62 (2.07)**	2.06 (2.44)**	1.88 (2.29)**	5.00 (6.62)***
食料品	?	0.34 (0.14)	-0.28 (-0.14)	-0.62 (-0.26)	-1.28 (-0.61)	1.26 (0.55)	0.56 (0.25)	5.12 (2.53)**
化粧品・医薬品	?	-0.97 (-0.30)	-0.45 (-0.17)	-1.46 (-0.46)	-0.72 (-0.26)	1.39 (0.46)	1.17 (0.40)	3.79 (1.41)
電気/精密機器	?	-0.62 (-0.28)	1.06 (0.56)	1.34 (0.61)	1.17 (0.60)	3.39 (1.62)	4.82 (2.37)**	-1.18 (-0.63)
機械・他製品	?	-0.08 (-0.03)	1.20 (0.51)	-1.23 (-0.45)	-1.17 (-0.48)	1.68 (0.65)	2.14 (0.85)	0.41 (0.17)
流通	?	-1.38 (-0.54)	1.24 (0.57)	1.16 (0.46)	-0.82 (-0.36)	-1.68 (-0.69)	-3.99 (-1.68)*	-0.53 (-0.24)
決定係数		0.49	0.39	0.47	0.44	0.52	0.55	0.62
PanelB: 順位 (負値)								
定数項	?	-273.13 (-6.16)***	-197.21 (-4.35)***	-241.21 (-5.48)***	-219.36 (-5.15)***	-260.32 (-6.27)***	-238.95 (-6.01)***	-381.32 (-9.79)***
包括的情報開示	+	12.01 (2.39)**	12.57 (2.45)**	12.19 (2.44)**	11.94 (2.48)**	9.77 (2.08)**	9.71 (2.16)**	5.83 (1.32)
PBR	+	9.96 (3.62)***	8.96 (3.19)***	10.01 (3.67)***	10.06 (3.81)***	10.62 (4.13)***	10.45 (4.24)***	7.31 (3.03)***
ROE	+	22.19 (0.93)	40.60 (1.67)*	38.46 (1.63)	39.10 (1.71)*	22.59 (1.01)	17.23 (0.81)	25.25 (1.21)
株主資本比率	+	120.76 (7.64)***	98.55 (6.10)***	107.91 (6.88)***	100.96 (6.66)***	105.92 (7.16)***	108.81 (7.69)***	124.82 (8.99)***
金融機関持株比率	+	58.73 (2.32)**	24.07 (0.93)	51.61 (2.06)**	59.27 (2.44)**	68.10 (2.88)***	50.09 (2.21)**	18.23 (0.82)
上位10株持株比率	-	-18.76 (-0.54)	-92.90 (-2.60)***	-22.97 (-0.66)	-34.46 (-1.03)	-4.08 (-0.12)	-14.48 (-0.46)	-12.73 (-0.41)
企業規模 (自然対数値)	+	5.75 (1.78)*	3.78 (1.14)	3.90 (1.21)	2.90 (0.94)	4.83 (1.59)	4.31 (1.49)	16.33 (5.75)***
食料品	?	5.82 (0.67)	13.52 (1.53)	3.59 (0.42)	1.15 (0.14)	9.58 (1.18)	3.19 (0.41)	21.04 (2.76)***
化粧品・医薬品	?	3.10 (0.27)	10.34 (0.88)	2.62 (0.23)	5.64 (0.51)	11.59 (1.07)	6.71 (0.65)	17.08 (1.69)*
電気/精密機器	?	4.69 (0.58)	21.76 (2.66)***	17.30 (2.17)**	13.43 (1.75)*	21.60 (2.88)***	26.01 (3.62)***	0.87 (0.12)
機械・他製品	?	7.52 (0.75)	18.76 (1.84)*	2.93 (0.30)	1.86 (0.19)	12.98 (1.39)	15.95 (1.79)*	3.82 (0.44)
流通	?	-1.01 (-0.11)	15.88 (1.66)*	10.39 (1.12)	2.15 (0.24)	-4.07 (-0.47)	-13.32 (-1.59)	-2.37 (-0.29)
決定係数		0.52	0.48	0.51	0.51	0.58	0.62	0.61

a 括弧内はZ値。

\*\*\* 有意水準1%。

\*\* 有意水準5%。

\* 有意水準10%。

ね類似した傾向を示しているが、細部で異なっている。

まず、包括的情報開示度は、ほとんどすべての個別CR変数に対して正かつ10%水準以上で有意である。つまり、包括的な情報開示に積極的な企業ほど、企業の多様な側面の個々のレピュテーションが総じて高いことが分かる。しかし、包括的情報開示度は、財務力の変数に対しては、得点・順位の両モデルで統計的に有意でない。したがって、財務力のレピュテーションは、予測と異なって包括的な情報開示活動に対する企業姿勢には左右されないことが示唆される。

PBRは、得点・順位の両モデルですべての個別CR変数に対して正かつ1%水準で有意である。つまり、成長性は企業の多様な側面のレピュテーション形成に寄与していると言える。

ROEが得点・順位の両モデルで統計的に正に有意であるのは、社会貢献・倫理性と人材の育成・活用のいずれかの変数を被説明変数とする場合である。このことから、短期的な収益性は、全体としてみるとコーポレート・レピュテーションの形成に寄与するものの、企業の多様な側面のレピュテーションの形成においてはさほど重視されていない可能性があると解釈できる。また、株主資本比率は、得点・順位の両モデルですべての個別CR変数に対して正かつ1%水準で有意であった。このことから、企業の安全性は、コーポレート・レピュテーションに加えて、企業の多様な側面のレピュテーションの形成にも寄与していると解釈できる。ただし、以上の結果に対しては、本稿が対象とする検証期間が不況期であったため、企業の多様な側面のレピュテーションの形成において、短期的な収益性よりも安全性や成長性が重視されていたとも解釈し得る。

金融機関持株比率が得点・順位の両モデルで統計的に正に有意であるのは、製品・サービスの優位性、成長力および技術力・商品企画のいずれかの変数を被説明変数とする場合である。つまり、金融機関との関係が深いことは、財市場での競争にかかわるレピュテーションの形成には寄与すると言える。また、上位10株持株比率は、得点・順位の両モデルで、社会貢献・倫理性の変数に対してのみ1%水準で負に有意である。この結果、大株主の存在は、競争や収益力に直接かかわりのないレピュテーションの形成にはマイナスの影響があると推測できる。企業規模は、得点のモデルではすべての個別CR変数に対して正かつ5%水準以上で有意であるが、順位モデルでは一部の個別CR変数に対してのみ統計的に有意であるに過ぎない。つまり、本稿では、企業規模と企業の多様な側面のレピュテーションの関係については十分な証拠を得ていない。業種を示す各変数は、総じて統計的に有意でなく、企業の多様な側面のレピュテーションの良し悪しに本稿で考慮されている業種は関係ないと言えよう。

## V おわりに

本稿では、包括的な情報開示に積極的に取り組む企業ほどコーポレート・レピュテーションが高いとの証拠を提示することによって、企業による包括的な情報開示活動の効果を実証的に

示した。コーポレート・レピュテーションは企業と多様なステークホルダーとの関係性を捉えたもの、あるいは多様なステークホルダーの期待に基づいて企業の行動を評価したものであるとする本稿の立場からは、この証拠は、包括的な情報開示に積極的に取り組む企業ほど、多様なステークホルダーと良好な信頼関係を構築・維持できていると解釈できよう。そうであれば、この証拠は、ステークホルダー・アプローチの観点から主張される企業が情報開示に取り組む背景ないし理由と整合的であり、企業に対するステークホルダー・アプローチの見方を支持するものである。本稿ではまたコーポレート・レピュテーションに影響を与える要因には、市場シグナル、会計シグナル、制度的シグナルがあることを実証的に示した。

わが国では、企業の情報開示の効果を捉えるためにコーポレート・レピュテーションに着目することは、未だ一般的な方法ではない。今後、企業の情報開示とコーポレート・レピュテーションの関係について、さらに証拠を蓄積していくことが必要であろう。

#### 注

- 1) たとえば、資本コストと環境情報開示の関係を検証しているものとして、朴 (2004) がある。
- 2) 会計学研究におけるコーポレート・レピュテーションに関する先駆的研究としてはRiahi-Belkaoui (2001) や櫻井 (2005) がある。
- 3) 第12回では、2001年8月6日に調査票を送付し、同年10月12日までに回答の返送を依頼した。同年12月17日には回答内容の再確認を求める「中間報告」を送付し、2002年1月12日まで調査協力企業からの質問・訂正等を受け付け、最終回答としている。第13回では、2002年8月22日に調査票を送付し、同年10月25日までに回答の返送を依頼した。同年12月18日には回答内容の再確認を求める「中間報告」を送付し、2003年1月17日まで調査協力企業からの質問・訂正等を受け付け、最終回答としている。
- 4) 2001年には、10月上旬に調査票を送付し、同年11月上旬までに回答を得たものが調査対象とされている。また、2002年には、10月上旬に調査票を送付し、同年10月下旬までに回答を得たものが調査対象とされている。
- 5) 連結ベースの財務データおよび注記データを入手できないが、単体ベースでは入手可能な場合には、単体ベースのそれらで代用している。
- 6) 本稿では、会社法施行前の期間を検証期間としているために、旧来の呼称を用いている。「資本の部」は現行の「純資産の部」に相当する。
- 7) 本稿では研究の再検証可能性を重視し、一般に公表されているデータを利用して評価指標を作成した。ただし、こうした方法には、筆者らが独自に評価指標を作成していないという欠点を持ち合わせている。より適切な評価指標の選定と作成については今後の課題としたい。
- 8) 「企業社会貢献度調査」を利用した実証研究としては、中野 (1996) がある。
- 9) ここでいう「制度的」とは“institutional”の訳であり、法的制度に限られず組織や習慣も含む広い概念を指している。
- 10) Fombrun and Shanley (1990) では、これらのほか (d) 戦略シグナルが示されているが、データの入手可能性の制約から本稿では考慮しないこととした。
- 11) Fombrun and Shanley (1990) では機関株主持株比率が用いられている。データの入手可能性の制約から本稿では金融機関持株比率と上位10株主持株比率を代理変数として用いている。

### 引用文献

- 朝日新聞文化財団「企業の社会貢献度調査」委員会編（2002），『有力企業の社会貢献度2002』，PHP 研究所。
- 朝日新聞文化財団「企業の社会貢献度調査」委員会編（2003），『有力企業の社会貢献度2003』，PHP 研究所。
- Espinosa M. and Trombetta, M. (2004), “The Reputational Consequences of Disclosures” IVIE Working Paper WP-EC 2004-10, available from <http://papers.ssrn.com>.
- Fombrun, C. and Shanley, M. (1990), “What’s in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy,” *Academy of Management Review*, Vol. 33, No. 2, 233-258.
- Freeman, E. R. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Hasseldine, J., Salama, A. I. and Toms, J. S. (2005), “Quantity versus Quality: The Impact of Environmental Disclosures on the Reputations of UK Plcs,” *British Accounting Review*, Vol. 37, 231-248.
- Landgraf, E. and Riahi-Belkaoui, A. (2003), “Corporate Disclosure Quality and Corporate Reputation,” *Review of Accounting and Finance*, Vol. 2, No. 1, 86-95.
- 中野勲（1996），「日本企業の社会貢献活動とその開示へのゲーム論的接近」，シヤム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析』所収，中央経済社，117-137。
- Neville, B. A., Bell, S. J. and Mengüç, B. (2005), “Corporate Reputation, Stakeholders and the Social Performance-Financial Performance Relationship,” *European Journal of Marketing*, Vol. 39, No. 9-10, 1184-1198.
- 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，121-133。
- Riahi-Belkaoui, A. (2001), *The Role of Corporate Reputation for Multinational Firms: Accounting, Organizational, and Market Considerations*, Quorum.
- 櫻井通晴（2005），『コーポレート・レピュテーション—『会社の評判』をマネジメントする—』，中央経済社。
- Toms, J. S. (2002), “Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence,” *British Accounting Review*, Vol. 34, 257-282.
- Waddock, S. A. and Graves, S. B. (1997), “Quality of Management and Quality of Stakeholder Relations,” *Business and Society* Vol. 36, No. 3, 250-279.
- White, H. (1980), “A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test of Heteroskedasticity,” *Econometrica*, Vol. 48, 402-416.

（付記） 本稿は、記虎が助成を受けている平成16～18年度文部科学省科学研究費補助金若手研究（B）（課題番号16730248）による研究成果の一部である。本稿はまた、奥田が助成を受けている平成18～20年度文部科学省科学研究費補助金若手研究（B）（課題番号18730308）による研究成果の一部である。

（2006年12月1日採択）