

DBJ Discussion Paper Series, No. 2002

CSR 情報が経営者予想精度とアナリスト予想精度の差に与える影響

野田健太郎

(立教大学大学院ビジネスデザイン研究科・観光学部)

松山将之

(日本政策投資銀行 設備投資研究所)

2021年1月

当Discussion Paperは、執筆者個人の暫定的な研究であって、関心ある研究者との議論等の為に、当設備投資研究所に於いて作成されたものである。もとより、内容、意見については、執筆者個人に属するものであり、日本政策投資銀行の見解を反映したものではない。また、未定稿という性格から、引用、複製等については、執筆者の承諾を得られたい。

野田健太郎¹（立教大学）

松山将之²（日本政策投資銀行 設備投資研究所）

CSR 情報が経営者予想精度とアナリスト予想精度の差に与える影響³

要 旨

予想利益精度については、経営者自らが行う次期の予想利益があり、実績との差異が経営者予想精度となる。もう1つがアナリストによる次期の予想利益であり、実績との差異がアナリスト予想精度となる。経営者と投資家の間において CSR 情報を含めた対話が重要視される中で、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異を比較することで、経営者と投資家が相互にどのような影響を与えているのかを見ることができる。日本のマーケットでは、経営者予想の開示がほぼすべての企業で行われていることから、この比較を行うことが可能となる。

近年、CSR 情報の重要性が高まっている状況において、CSR 情報が経営者予想精度、アナリスト予想精度、その2つの差異に及ぼす影響については無視できないものとなっている。今まで CSR 情報が経営者予想精度に与える影響、アナリスト予想精度に与える影響については個別に分析がなされてきた。しかしながら、経営者と投資家が相互にどのような影響を与えているかを示す経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異については検討がなされてこなかった。

本論文における分析の結果、①CSR 情報の開示に積極的な企業の方が、経営者予想精度が高いこと、②CSR 情報の開示に積極的な企業の方が、アナリスト予想精度が高いこと、③CSR 情報の開示に積極的な企業の方が、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異が小さいという3つの結果を得た。このことは CSR 情報を介して、経営者とアナリストがそれぞれに影響を及ぼし、経営者とアナリストの間の情報の非対称も減少していることが考えられる。

Keywords : CSR、Management Forecast、Analyst Forecast、Environment、Social、Governance

¹ kenoda@rikkyo.ac.jp

² msmatsu@dbj.jp

³ 2020年10月16日に開催された日本政策投資銀行設備投資研究所フリーディスカッションでは青山学院大学森田充教授、一橋大学塩路悦朗教授、日本政策投資銀行設備投資研究所の方々から有益なコメントを頂いた。これらの方々に感謝申し上げたい。

1. はじめに

近時、CSR情報を通じて企業との対話を図り、企業価値を評価することが重要となっている。そのため、CSRの情報に関してより踏み込んだ情報の開示が要求されるようになった。国際的に見て、財務情報とCSRなどの非財務情報をあわせて説明することを目指す統合報告の動きも加速している。2010年8月に国際統合報告委員会（IIRC：International Integrated Reporting Committee⁴）が設立され、2011年9月に発行されたディスカッション・ペーパーである「統合報告の方向性（Toward Integrated Reporting）」の中では、環境や社会性などCSR関連の情報を財務情報と統合して報告する必要性が述べられている⁵。投資の分野においては、2006年には国連の主導で環境・社会・ガバナンスへの配慮した投資を促すガイドラインである国連責任投資原則が提唱され、2018年4月には世界50ヶ国超の国から1,900機関以上が署名し、その合計資産は約8,000兆円に達している⁶。

企業が社会的責任を積極的に果たしているのかどうかを判断材料とする投資方法であるSRIは、その規模を拡大させている。投資に占めるSRIの割合は、ヨーロッパは5割を超え、アメリカでは約2割となっている（Global Sustainable Investment Alliance. 2016）⁷。日本においても、約3割がSRI関連投資であるというアンケート結果も公表されている（日本サステナブル投資フォーラム. 2017）。2015年9月には日本で最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が同原則に署名するなど日本でもSRIが拡大している。

2014年2月には金融庁が英国で初めて導入されたスチュワードシップ・コードを参考に、日本版スチュワードシップ・コードを導入した。スチュワードシップ・コードには、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を果たすことが書かれている。ここでいう長期投資のためには、将来の企業業績に影響を与える気候変動、災害、資源制約などCSRの情報が大きな比重を占める。

加えて、2015年6月からコーポレート・ガバナンスコードが適用されることになった。コーポレート・ガバナンスコードは政府の成長戦略の1つとして、企業の行動規範を定めたもので、その中で、CSR情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであることが要請されている⁸。スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンスコードのいずれも長期的な視点からさまざまなCSR情報にも目を向けることが要請されている。

⁴ 2011年11月より Council に改称

⁵ 日本において2017年に統合報告書を発行した企業は341社に達している（KPMGジャパン 2018）。

⁶ PRI ホームページ <https://www.unpri.org/about-the-pri>

⁷ The Global Sustainable Investment Review 2016では、アジアは0.8%、日本は3.4%となっている。

⁸ ①株主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダーとの適切な協働、③適切な情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、⑤株主との対話の5つが盛り込まれている。

CSR 情報が企業価値にどのような影響を与えているかについては、様々な研究が積み重ねられている。もし、CSR の活動が企業の財務パフォーマンスなどにプラスの関係を有しているのであれば、アナリストとてても CSR 情報の有用性が高まる。Waddock and Graves(1997)は、財務パフォーマンスと Corporate social performance にプラスの関係があることを主張している。既存の研究成果をまとめ、その結果をサーベイしたものとして、Roman et al.(1999), Orlitzky et al.(2003)では、CSR と財務パフォーマンスにはプラスの関係を示すものが多いことを示している。1970 年以降の CSR に関する実証研究をまとめた Friede et al.(2015)によれば、既に 2,000 を超える実証研究がなされ、そのうち約 6 割がプラスの関係で、ネガティブな結果を示したものは約 1 割にとどまっている。これらの結果からは CSR への取り組みは概ね企業価値にとってプラスであることが推測できる。さらに CSR 活動の開示は企業にステークホルダーとの関係を改善する効果があるとの主張もある (Ioannow and Serafeim 2012)。他には CSR は従業員のモチベーションを高める (Edmans 2011)。CSR 活動はブランドイメージの向上を通じて企業のパフォーマンスを向上させる (Lev et al. 2010)⁹。Garriga and Mele´ (2004) は CSR に関する理論を①ethical theories, ② political theories, ③ integrative theories,④ instrumental theories の 4 つにまとめ、①ethical theories, ② political theories, ③ integrative theories の理論によれば、経営者は誠実に企業活動を行うインセンティブを有しているとしている。

Romanna(2013)では、財務と CSR を統合した corporate accountability reporting を提唱し、その報告を効果的に行うことで、外部のリソースを企業内部の資源配分に活かすことができることを主張している。Dimson et al.(2015)では、環境、社会、ガバナンスに関するエンゲージメントが成功した場合は、有意にプラスのリターンが得られることを主張している。ESG を組織の中に取り込める企業は、株式リターン、ROA、ROE それぞれの指標で、取り込めていない企業を上回っている (Eccles et al. 2014)。企業行動との関係を見たものとしては、CSR に熱心な企業は、会計発生高を通じた利益操作や実際の会計操作が少ない (Kim et al. 2012) 。財務報告の質が高い企業は、非財務情報の積極的な開示や CSR について保証との関係が深い (Chen et al. 2016) ことが主張されている¹⁰。

CSR 情報開示要因に関する研究としては、Legendre and Coderre (2013) は、どのような属性の企業が GRI ガイドラインを適用した開示を行っているかを明らかにしている。さらに林 (2014) では、GRI ガイドラインの適用を通じて、開示要因に関するさまざまな論文を類型化している。また、Gamerschlag, Moller, and Verbeeten (2011) では、ステークホルダーからの圧力によって開示水準に影響があるとしている。日本の研究では、Tanimoto (2013)が、日本企業は海外のステークホルダーからの圧力で開示を進めてきたことを主張している。

⁹ これ以外の効果として、CSR は株価の急落リスクを緩和する、いわゆる保険効果を主張する論文もある (Kim et al.(2014), 呂・中嶋 (2016))。

¹⁰ 企業のライフサイクルと CSR の関係を見たものとして、Diebecker et al.(2017), Noda and Matsuyama(2018) がある。

主要各国の CSR への取り組みを比較した研究では、各国の法制度の由来（英米法などのコモンローやドイツ、フランスなどの大陸法など）が CSR の取り組みのレベルに大きな影響を与えていると主張している(Liang and Renneboog 2017)¹¹。

CSR 情報と企業価値の間をつなぐ要素として、情報の非対称性が減少することがあげられる。その中で重要な情報の 1 つとして企業の予測利益がある。予測利益については、市場における期待利益の変数として多くの場面で利用されている。さらに予測利益精度が高いことは、投資家に対する信頼度をあげることで企業がプラスに評価されている。例えば、村宮（2005）では、業績予想精度が高い企業は情報の質が高い企業として投資家から安心感を得られるため、資本コストが低下することが示されている。

予想利益精度については、日本で幅広く行われている開示制度として、経営者自らが行う次期の予想利益があり、実績との差異が経営者予想精度となる。もう 1 つがアナリストによる次期の予想利益であり、実績との差異がアナリスト予想精度となる。

日本でもスチュワードシップ・コードが制定されたように経営者と投資家の対話が重要視されてようになった。経営者予想精度とアナリスト予想精度をそれぞれ観察するだけでなく、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異を比較することで、経営者と投資家が相互にどのような影響を与えているのかについても見るができる。日本のマーケットでは、経営者予想の開示がほぼすべての企業で行われていることから、この比較を行うことが可能となる。

これらの予想精度は CSR 情報によって影響を受ける可能性が考えられる（Dhaliwal et al. (2011), Muslu et al. (2017), Lee (2017)）。CSR 情報の開示に積極的な企業は、投資家への信頼を得ることに関心が高く、精度の高い予想を出すことに注力することが考えられる。さらに CSR 情報開示のために社内の情報の整備が進むことで、予想精度が向上する可能性が考えられる。アナリスト予想精度に関しては、CSR 情報を通常の財務情報に加味することで、アナリストの予想精度を向上させることができると考えられる。

さらに、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異については、太田・近藤（2011）では、経営者予想とアナリスト予想の精度とバイアスを検証し、アナリスト予想が経営者予想の精度とバイアスに大きな影響を受けていることを主張している。アナリストが CSR 情報の開示に積極的な企業を信頼した場合、経営者予想をより信頼することで、自らの予想をその予想に近いものにすることが考えられる。経営者と投資家の対話が具体的な結果として実現できているかを見るのが可能となる。

CSR 情報の重要性が高まっている状況において、CSR 情報が経営者予想精度、アナリスト予想精度、その 2 つの差異に及ぼす影響については無視できないものとなっている。今まで CSR 情報が経営者予想精度に与える影響、アナリスト予想精度に与える影響については個別に分析がなされてきた（Muslu et al. (2017), Lee (2017) など）。しかしながら、今まで経営者と投資家が相互にどのような影響を与えているかを示す経営者予想精度とアナ

¹¹ 国ごとに CSR を比較してものとして、他に Maignan (2001), Schuler and Cording(2006)などがある。

リスト予想精度の差異については検討がなされてこなかった。

本論文における分析の結果、CSR情報の開示に積極的な企業の方が、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異が小さいという結果を得た。このことはCSR情報を介して、経営者とアナリストがそれぞれに影響を及ぼし、経営者とアナリストの間の情報の非対称も減少していることが考えられる。

本稿の貢献は以下の3つである。1つに投資家と経営者の関係性に経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異という新たな視点を提示したことである。2つ目はディスクロージャー研究の分野でCSRの情報開示効果の特徴を追加できたこと、3つ目は、アナリスト予想と日本において制度的に充実している経営者予想の2つを用いることで、CSR情報が利益予想精度に影響を与えていることを確認し、CSR情報が企業価値につながる要因を、経営者とアナリストの間の情報の非対称性が減少しているという具体的な結果で示したことである。

本稿の構成は以下のとおりである。2節で先行研究の整理と仮説の設定を行う。3節ではリサーチ・デザインを、4節では分析結果を示し、5節では追加検証を行う。6章で結論を述べる。

2. 先行研究

(1) 経営者予想精度に関する研究

経営者予想の精度やバイアスに関しては数多くの先行研究がある。経営者予想は自発的開示なので、利益の予想に対してさまざまな要素に配慮して開示を行う(Hirst et al. 2008)。経営者は良い評判を獲得するため、より正確な開示を行う(King et al. 1990)。そして、経営者予想は、翌年には実績値を確認することができるので、経営者が透明性を高めようとしているのか、機会主義的な活動をしようとしているのかが直ぐに判明する(Cheung et al. 2010)。

この分野の研究の多くは、企業のファンダメンタルズ、コーポレート・ガバナンス構造や開示行動が与える影響にフォーカスをあてているケースが多い。コーポレート・ガバナンス構造や管理構造にフォーカスをあてている研究として、Ajinkya et al. (2005) や Karamanou and Vafeas (2005)、円谷 (2009) があげられる。Ajinkya et al. (2005) や Karamanou and Vafeas (2005) では、社外取締役の存在や取締役会規模が、業績予想の精度に影響を与えている点を明らかにしている。円谷 (2009) はバランスト・スコアカードを導入している企業は管理体制の目標が社内の現場へ浸透することで、業績予想の精度が高い可能性を示唆した。また清水 (2007) は企業経営者によるバイアスが業績予想精度に影響を与えるとしている。

開示行動については、円谷 (2007) や大鹿 (2008)、金 (2008)、野田・加賀谷 (2011)、野田 (2012)、野田 (2014) があげられる。円谷 (2007) はIR活動に熱心な企業ほど業績予想の精度が高いことを示した。また大鹿 (2008) は株主総会が活性化している

企業ほど業績予想精度が有意に高い。その理由として個人投資家を獲得するため、容易に入手可能なより精度の高い情報を提供するためとしている。さらに金（2008）はリスク情報を開示することで社内リスク管理体制の整備が促され、その結果、予期せぬ業績変動が小さくなる可能性があることを指摘している。これ以外に張替（2008）は有価証券報告書リスク事項の内容を分析し、バイアス要因と読み違い要因がそれぞれ決算予想に与える影響を示している。こうした経営者による業績予想研究については、太田(2007)、Hirst et al.(2008)において包括的なサーベイが実施されている。

また、経営者が行う CSR 活動をネガティブにとらえたものとしては、Petrovits(2006)は経営者は利益の安定性を強調するため寄付などを戦略的に活用するとしている。

Hemingway and Maclagan (2004)では、経営者の特性は CSR 活動に影響を及ぼすと主張している。

経営者予想精度と CSR の関係を見たものとしては、Lee（2017）がある。この中でステークホルダー理論においては、CSR に積極的な企業は企業のレピュテーションを考慮して、より正確な予想を公表する（Freeman 1984）。一方で、エージェンシー理論においては、機会主義的な開示を行う可能性があると考えれば(Jensen and Meckling 1976)、CSR と経営者予想の関係はネガティブな関係が予想される。実証の結果、CSR と経営者予想精度はプラスの関係があり、特にフェアディスクロージャー規制のあとにおいては、経営者の機会主義的な傾向が緩和されることを主張している。

（2）アナリスト予想精度に関する研究

財務情報の開示がアナリスト予想精度に関係していることは多く研究で指摘されている（Lang and Lundholm 1996, Abarbanell and Bushee 1997, Hope 2003）。しかしながら定性情報については、必ずしも十分な研究の蓄積があるわけではない。定性情報は投資家に企業の情報を伝達する手段であり、財務的な数字と企業の基礎的な状況をつなぐ機能を持つ。洗練された投資家にとって有用な情報であると考えられる一方で、多様な情報や分析コストの点でむしろ混乱を引き起こす可能性がある。定性情報が有用であるならば、アナリスト予想精度に影響があり、予想の散らばりが小さくなることが予想される。

Lang and Lundholm（1996）や Nichols and Wieland（2009）は一般的な情報開示は予測誤差を減少させるが、リスク情報についてはアナリスト予想を分散させ、むしろ不確実性が増加することを示している。読みにくい財務報告を行う企業は、低いパフォーマンスで利益の安定性が低い（Li 2008）。さらに Mishra and Modi (2013)は、企業は CSR のプラスの面を強調し、マイナス面を無視することから、経営者が CSR のプラス面を過度に強調しようとする、CSR には強制的なフレームワークがないため、経営者とステークホルダーの情報の非対称性が拡大してしまう可能性が高いと主張している。

一方で Campbell et al.（2011）ではリスク情報はビッド・アスク・スプレッドを代理変数とした場合、投資家と経営者の情報の非対称性を減少させるが、ベータや株式のボラティ

リティを代理変数とした場合は、情報の非対称性が增大するとの検証結果を導出している。さらに Leavy et al. (2010) は 10-K における可読性がアナリスト予想の分散や正確性に影響するとしている。同様に You and Zhang (2009) は 10-K において分量の長い文章には市場は反応しないとしている。以上のように開示効果の研究の中で、リスク情報についての情報的価値がプラスの効果を持つかマイナスの効果を持つかについては必ずしも結論がでていない (Campbell et al. 2011)。

Kravet and Muslu (2011) ではリスク情報開示量の変化とアナリスト予想の標準偏差にはプラスの関係があり、リスク情報の開示はアナリストの企業の見方を不確実にしていることを主張している。Merkley (2014) では R&D に関する定性情報はアナリスト予想精度を上げるが、それ以外の定性情報はアナリスト予想精度を悪化させるとしている。

Dhaliwal et al. (2011) では、CSR 報告書の発行が資本コストの低減やアナリスト予想の正確性を改善するとしている。Dhaliwal et al. (2012) では、ステークホルダーとの関係性が強い国ほど、CSR レポートとアナリスト予想の正確性はプラスの関係にあるとしている。さらに Muslu et al. (2017) では、その点を発展させ、レベルの高い CSR レポートの発行はアナリスト予想の正確性と関係があるが、レベルの低い場合は関係がないこと、さらに最初の CSR レポートより複数回発行されている CSR レポートの方がより正確性が高いことが主張されている。

(3) 経営者予想とアナリスト予想の比較に関する研究

経営者予想とアナリスト予想の比較に関する研究は、國村 (1980)、國村 (1984)、太田 (2002) などで行われている。その中で、経営者予想とアナリスト予想の両者は比較的数値が近いことが示されている。

太田 (2005) においては、経営者予想とアナリスト予想のモデルを用いて、期初の経営者予想の方が価値関連性が高いことを示している。太田 (2007) においては、業績予想においては、経営者予想が中心的な役割を担っていると言える。しかしながら、経営者予想修正の公表は必ずしもタイムリーではなく、アナリスト予想は、そのような経営者予想の適時性の欠如を補う補完的な役割を果たしているとしている。太田・近藤 (2011) では、経営者予想とアナリスト予想の精度とバイアスを検証し、アナリスト予想が経営者予想の精度とバイアスに大きな影響を受けていることを主張している。中井 (2011) では、経営者予想の発表はアナリスト予想の精度を向上させ、アナリスト予想の散らばりを減少させることを示した。

さらに関連する研究として奈良・野間 (2013) では、規模別にアナリスト予想と経営者予想の価値関連性を調べ、大企業ではアナリスト予想の方が価値関連性が高く、小規模企業では経営者予想の方が価値関連性が高いと結論づけている。

(4) 仮説構築

CSR 情報が経営者予想精度、アナリスト予想精度に与える影響については先行研究が存在するが、本件の分析を行う前提として以下を確認する。CSR 情報の開示に積極的な企業は、アナリストがそうした情報を参考にすることができるため、アナリスト予想の精度が向上する。また経営者予想については、CSR 情報について、経営者が既に内部の情報として把握していれば、予想精度の向上にはつながらない。一方で、CSR 情報を積極的に開示することで、内部の体制が整備される効果があれば、予想精度が向上する可能性もある。そこで以下の仮説を設定する。

(仮説1) CSR 情報に積極的な企業ほど、経営者予想精度、アナリスト予想精度が向上する。

上記のように、日米における先行研究においては、経営者予想およびアナリスト予想にはさまざまなバイアスが存在し、CSR 要因もその1つの要因としてあげられることが報告されている。アナリストが CSR 情報の開示に積極的な企業を信頼した場合、経営者予想をより重視することで、自らの予想をその予想に近いものすることが考えられる。米国の先行研究においては、経営者予想の公表がアナリスト予想に影響を与えていることが主張されている (Hassell et al .1988, Baginski and Hassell 1990)。日本の先行研究においても、中井 (2011) では、経営者予想の発表はアナリスト予想の精度を向上させ、アナリスト予想の散らばりを減少させることを示している。

一方で、太田・近藤 (2011) では、アナリスト予想が経営者予想の精度とバイアスに大きな影響を受けていることを主張しており、経営者もアナリストの予想を意識している可能性も考えられる。以上のように CSR 情報の重要性が高まってきている状況において、CSR 情報が積極的に開示される場合、経営者とアナリストの間の情報の非対称性が減少し、経営者予想精度とアナリスト予想精度の2つの差異が小さくなることが予想される。CSR 情報によって、アナリストの予想精度が向上する、さらに経営者の予想精度が向上することに加え、アナリストと経営者双方が影響を及ぼすことで効果が追加される。そこで以下の仮説を設定する。

(仮説2) CSR 情報に積極的な企業ほど、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異が小さい。

3. リサーチ・デザイン

(1) CSRの開示変数

本稿ではCSRの開示レベルとしてブルームバーグのESG開示スコアを採用する¹²。ブルームバーグのESG開示スコアはE（環境）、S（社会性）、G（ガバナンス）の3分野とその3つを合計した総合スコアで表記される。幅広い開示項目から算出されるものでCSRの開示レベルを測定するには適切なものと考えられる。ESG開示スコアは、業種ごとに100のデータポイントを選定し、それらのデータポイントのうち、多くの企業が開示している項目にはウェイトを加味して、0（対象となる全項目についてESGデータを未開示）から100（対象となる全項目についてESGデータを開示）までのレンジで標準化して算出するとされている^{13,14}。

(2) 経営者予想精度、アナリスト予想精度、経営者予想精度・アナリスト予想精度の差異

経営者予想精度は、翌期の1株あたり利益（EPS）の実績と今期における翌期の経営者予想EPSの差の絶対値を今期末の株価で割って計算している。計算式は以下の通りである。

経営者予想精度 = (翌期のEPSの実績 - 今期における翌期の経営者予想EPS)の絶対値 / 今期末の株価

アナリスト予想精度は以下の算式で計算される。

アナリスト予想精度 = (翌期のEPSの実績 - 今期における翌期のアナリスト予想EPS¹⁵)の絶対値 / 今期末の株価

経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異は以下の算式で計算される。

経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異 = (経営者予想精度 - アナリスト予想精度)の絶対値

アナリスト予想は3月末時点での翌期の予想と6月末時点での翌期の予想の2つを用いる。これはアナリスト予想が、前期までのCSR情報を前提としている3月末時点の予想と、経営者予想が公表され、その情報を加味した6月末時点の予想の2つで影響が異なる可能性があるからである。

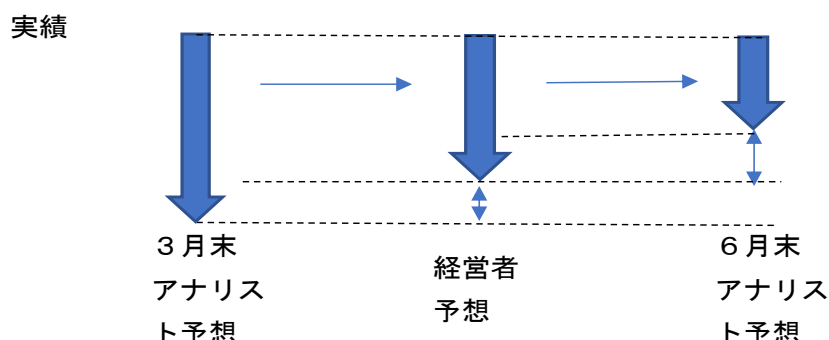
¹² 企業のCSR情報については、Bloomberg、Thomson Reuters、FTSE、MSCI、日本では東洋経済新報社などのSRIの専門調査会社や金融情報サービス会社が提供している。

¹³ 物江（2014）によれば、CSRのパフォーマンスの評価の場合、評価会社の視点が反映するため、要因の分析が困難になる可能性がある。一方で、開示レベルを評価の基準において場合は、同業他社に比べて開示をしていない場合は得点が低くなることに加え、自信のない項目は開示ができないことが考えられる。そのため、企業の実力をむしろ反映していると思われる。

¹⁴ データ項目は、環境についてはCO₂排出量、水消費量、有害廃棄物排出量など、社会については離職率、労働組合加入率、女性従業員比率など、ガバナンスについては社外取締役比率、取締役在任期間、年間取締役会開催数などである。

¹⁵ アナリスト予想はアイフィスジャパンのアナリスト業績予想データの中央値を使っている。

(図表 1) 経営者予想精度とアナリスト予想精度の差の関係



(3) その他の変数

本稿では CSR の開示スコアが経営者予想精度、アナリスト予想精度、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差に影響があることを明らかにしたいが、企業規模や業種などが開示レベルに影響を与えることが考えられるため、これらをコントロール変数として扱う。コントロール変数については、Lee (2017)、Muslu et al.(2017)などの先行研究を踏まえ以下の変数を採用する。

企業規模の対数 (ASSET)、総資産事業利益率 (ROA)、ROA の 5 年間の標準偏差 (ROAVOL)、負債比率 (LEVERAGE)、無形資産の影響があることから PBR、損失を計上している場合を考慮して損失を計上している場合は 1 をダミー変数とする (LOSS) を、アナリスト予想に関しては、アナリストの人数も影響していることから、アナリスト人数+1 の対数値を入れている (3 月末時点 ANARYST(MARCH)、6 月末時点 ANARYST(JUNE))。経営者予想の精度は、予想の公表日から決算日までの期間が影響している可能性があるため、決算公表日から期末日までの日数 (対数) を採用した (TIME)。さらに、設備投資比率 (CAPX)、成長率 (GROWTH)、株式のトータルリターン (RETURN)、ボラティリティ (VOL) を入れている。経営者予想精度は経営者の開示の傾向があることから、当期の経営者予想精度 (MF(PREVIOUS YEAR)) を入れている。

さらに業種による影響が考えられるため業種ダミー¹⁶、また CSR は時代とともに企業に浸透してきていることから年次ダミーを入れている。

変数の定義は図表 2 の通りである。

¹⁶ 業種ダミーは東京証券取引所の業種分類 (33 業種) を利用している。

(図表2) 各変数の定義

変数	定義
DISCLOSURE (CSR-T)	CSR開示スコア (全体)
DISCLOSURE (CSR-E)	CSR開示スコア (環境)
DISCLOSURE (CSR-S)	CSR開示スコア (社会)
DISCLOSURE (CSR-G)	CSR開示スコア (ガバナンス)
ASSET	資産(対数)
PBR	株価純資産倍率
LEVERAGE	負債比率
ROA	総資産事業利益率
ROADIV	ROAの5年間の標準偏差
CAPX	設備投資額/資産
GROWTH	成長率 (売上高前年比)
LOSS	最終損益が赤字：1、それ以外：0
ANALYST(MARCH)	3月末時点 (アナリスト人数+1) の対数値
ANALYST(JUNE)	6月末時点 (アナリスト人数+1) の対数値
TIME	決算公表日から期末までの日数(対数)
RETURN	トータルリターン(1年間のバイアンドホールドに株式リターン)
VOL	ボラティリティ(1年間の株式の月次ボラティリティ)
MF(PREVIOUS YEAR)	経営者予想精度 = (今期のEPSの実績 - 前期における今期の経営者予想EPS) の絶対値 / 前期末の株価
MF	経営者予想精度 = (翌期のEPSの実績 - 今期における翌期の経営者予想EPS) の絶対値 / 今期末の株価
AF(MARCH)	3月末時点 アナリスト予想精度 = (翌期のEPSの実績 - 今期における翌期のアナリスト予想EPS) の絶対値 / 今期末の株価
AF(JUNE)	6月末時点 アナリスト予想精度 = (翌期のEPSの実績 - 今期における翌期のアナリスト予想EPS) の絶対値 / 今期末の株価
DIFFERENCE1(MARCH)	3月末時点 経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異 = (アナリスト予想精度 - 経営者予想精度) の絶対値
DIFFERENCE1(JUNE)	6月末時点 経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異 = (アナリスト予想精度 - 経営者予想精度) の絶対値
DIFFERENCE2(MARCH)	3月末時点 (アナリスト予想 - 経営者予想) の絶対値 / 今期末株価
DIFFERENCE2(JUNE)	6月末時点 (アナリスト予想 - 経営者予想) の絶対値 / 今期末株価

(4) 手法

CSR情報の開示が、経営者予想精度とアナリスト予想精度に差に与える影響を分析するため、被説明変数に経営者予想精度、アナリスト予想精度、説明変数に開示スコアとコントロール変数を入れた多変量回帰分析を行う。説明変数は開示スコアで、総合 (CSR-T) である。コントロール変数としては、資産規模 (ASSET)、収益性 (ROA)、負債比率 (LEVERAGE)、株価純資産倍率 (PBR)、ROAの5年間の標準偏差 (ROAVOL) を入れた。さらにアナリストの人数 (ANALYST)、損失を計上しているかどうかのダミー変数 (LOSS)、経営者予想日から決算日までの日数の対数値を入れた。(TIME)。さらに、設備投資比率 (CAPX)、成長率 (GROWTH)、株式のトータルリターン (RETURN)、ボラティリティ (VOL)、当期の経営者精度 (MF(PREVIOUS YEAR)) を入れている。分析では年次ダミー及び業種ダミーを入れている

(モデル1)

$$\begin{aligned}
 AF(MF) = & \beta_0 + \beta_1 \text{DISCLOSURE (CSR-T)}_{it} + \beta_2 \text{ASSET}_{it} \\
 & + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{PBR}_{it} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_6 \text{ROAVOL}_{it} + \beta_7 \text{LOSS}_{it} + \beta_8 \text{TIME}_{it} + \beta_9 \text{ANALYST}_{it} \\
 & + \beta_{10} \text{CAPX}_{it} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{it} + \beta_{12} \text{RETURN}_{it} + \beta_{13} \text{VOL}_{it} + \beta_{14} \text{MF(PREVIOUS YEAR)}_{it} \\
 & + \text{INDUSTRY DUMMY} + \text{YEAR DUMMY} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

次に、CSR 情報の開示が、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差に与える影響を分析するため、被説明変数に経営者予想精度とアナリスト予想精度の差、説明変数に開示スコアとコントロール変数を入れた多変量回帰分析を行う。DIFFERENCE 1 (MARCH) は 3 月末時点の経営者予想精度とアナリスト予想精度との差を、DIFFERENCE 1 (JUNE) は 6 月末時点の経営者予想精度とアナリスト予想精度との差をそれぞれ表している。

(モデル 2)

$$\begin{aligned} \text{DIFFERENCE 1 (MARCH, JUNE)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DISCLOSURE (CSR-T)}_{it} + \beta_2 \text{ASSET}_{it} \\ & + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{PBR}_{it} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_6 \text{ROAVOL}_{it} + \beta_7 \text{LOSS}_{it} + \beta_8 \text{TIME}_{it} + \beta_9 \text{ANALYST}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{CAPX}_{it} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{it} + \beta_{12} \text{RETURN}_{it} + \beta_{13} \text{VOL}_{it} + \beta_{14} \text{MF(PREVIOUS YEAR)}_{it} \\ & + \text{INDUSTRY DUMMY} + \text{YEAR DUMMY} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(5) サンプル

本稿では金融等を除く東京証券取引所一部上場の 3 月期決算企業で、3 月末時点のアナリストの人数が 2 名以上の企業、2006 年度から 2015 年度の決算数値がすべてそろそろ 3,398 社・年を対象とした。変数が 0.5% タイル値を下回るものについては 0.5% タイル値に修正している (99.5% タイル値を上回るものについては 99.5% 値に修正している)。CSR 開示スコアは、ブルームバーグ ESG データから、財務数値に関する数値、経営者予想数値は日経 NEEDS Financial Quest、株式のトータルリターン (RETURN)、ボラティリティ (VOL) はブルームバーグデータから、アナリスト予想数値はアイフィスジャパンのアナリスト業績予想データから取得した。

4. 検証結果

(1) 基本統計量

全体の基本統計量は図表3の通りである。

(図表3) 基本統計量

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
DISCLOSURE (CSR-T)	3481	5.372	54.959	30.996	12.812
DISCLOSURE (CSR-E)	2996	2.326	63.566	32.849	14.906
DISCLOSURE (CSR-S)	3100	3.125	54.386	25.739	11.140
DISCLOSURE (CSR-G)	3480	23.214	57.143	45.388	7.421
ASSET	3481	4.196	7.274	5.627	0.567
ROA	3481	-6.420	36.380	6.703	5.399
PBR	3481	0.289	15.096	1.587	1.491
LEVERAGE	3481	9.760	1084.140	148.364	148.457
ROADIV	3481	0.183	14.887	2.423	2.207
LOSS	3481	0.000	1.000	0.103	0.305
TIME	3481	1.799	2.540	2.507	0.066
ANALYST(MARCH)	3481	0.477	1.255	0.818	0.233
ANALYST(JUNE)	3481	0.301	1.255	0.825	0.246
CAPX	3481	0.210	43.190	6.354	5.864
GROWTH	3481	0.610	1.653	1.032	0.132
RETURN	3481	-67.500	137.866	5.552	36.304
VOL	3481	10.649	100.226	35.902	16.804
MF(Previous Year)	3481	0.000	0.617	0.035	0.072
MF	3481	0.000	0.663	0.041	0.086
AF(MARCH)	3481	0.000	0.821	0.048	0.099
AF(JUNE)	3481	0.000	0.726	0.042	0.090
DIFFERENCE1(MARCH)	3481	0.000	0.247	0.014	0.026
DIFFERENCE1(JUNE)	3481	0.000	0.223	0.007	0.019
DIFFERENCE2(MARCH)	3481	0.000	0.277	0.016	0.030
DIFFERENCE2(JUNE)	3481	0.000	0.249	0.008	0.022

(2) 相関係数 (図表 4)

図表 4 は相関係数を表している。CSR-T は DIFFERENCE1(MARCH) とマイナスの相関になっている。CSR-T は資産規模 (ASSET)、負債比率 (LEVERAGE) とプラスの相関がある。一方で、収益性 (ROA)、株価純資産倍率 (PBR)、ROA の 5 年間の標準偏差 (ROAVOL) とはマイナスの相関となった。ANALYST(MARCH) とはプラスの相関である。成長率 (GROWTH) とはマイナスの相関、株式のトータルリターン (RETURN) とはプラスでボラティリティ (VOL) とはマイナスの相関が強い。

(図表 4) 相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭	⑮
①DISCLOSURE (CSR-T)		0.478	-0.228	-0.146	0.069	-0.141	0.043	0.041	0.364	0.030	-0.072	0.028	-0.115	0.014	-0.034
②ASSET	0.472		-0.298	-0.154	0.401	-0.265	0.033	0.000	0.573	0.218	-0.055	-0.035	-0.090	0.011	0.022
③ROA	-0.153	-0.269		0.646	-0.364	0.187	-0.405	-0.139	0.058	-0.070	0.414	0.094	-0.043	-0.342	-0.199
④PBR	-0.027	-0.002	0.606		-0.039	0.299	-0.157	-0.200	0.072	0.008	0.324	0.276	-0.067	-0.166	-0.156
⑤LEVERAGE	0.143	0.448	-0.455	-0.055		-0.158	0.187	0.005	-0.038	0.177	-0.058	-0.063	0.101	0.255	0.199
⑥ROADIV	-0.084	-0.260	0.112	0.089	-0.191		0.181	-0.212	0.072	-0.005	0.009	-0.002	0.172	0.170	0.139
⑦LOSS	0.034	0.021	-0.454	-0.318	0.173	0.194		-0.028	0.002	0.003	-0.299	-0.170	0.191	0.613	0.330
⑧TIME	0.101	0.088	0.098	0.068	-0.071	0.016	-0.044		-0.053	0.003	-0.015	0.003	-0.004	0.024	-0.073
⑨ANALYST(MARCH)	0.369	0.586	0.069	0.165	0.020	0.101	0.003	0.120		0.098	0.002	-0.044	0.002	-0.062	-0.045
⑩CAPX	0.121	0.220	-0.039	0.038	0.058	-0.067	0.004	0.153	0.183		-0.014	-0.094	0.010	-0.056	0.017
⑪GROWTH	-0.058	-0.039	0.399	0.353	-0.025	-0.038	-0.290	0.062	0.000	0.003		0.118	-0.020	-0.249	-0.152
⑫RETURN	0.038	-0.015	0.113	0.395	-0.044	-0.051	-0.194	-0.005	-0.045	-0.108	0.151		-0.319	-0.069	-0.225
⑬VOL	-0.108	-0.088	-0.072	-0.179	0.073	0.175	0.167	0.003	0.012	-0.013	0.010	-0.365		0.199	0.271
⑭MF(Previous Year)	0.013	0.004	-0.355	-0.350	0.215	0.283	0.454	-0.027	-0.042	-0.059	-0.241	-0.053	0.194		0.387
⑮DIFFERENCE1(MARCH)	-0.047	-0.040	-0.231	-0.360	0.183	0.233	0.251	-0.009	-0.072	-0.004	-0.157	-0.291	0.272	0.340	

(注) 上段 : Pearson、下段 : Spearman

(3) 検証結果

モデル1により CSR のスコアが経営者予想精度、アナリスト予想精度に影響があるのかを検証した。検証の結果、経営者予想精度に関しては CSR 開示スコアは5%水準でマイナス有意となった。この結果は Lee (2017) と整合的である。CSR 情報の開示に積極的な企業は、企業のレピュテーションに配慮してより正確な予想を公表している。または内部で情報の整備が進むことで精度が向上していることが考えられる (図表5)。一方でアナリスト予想精度については、CSR 開示スコアは3月末時点での予想で1%水準でマイナス有意、6月末時点での予想で5%水準でマイナス有意となった。この結果は Muslu et al. (2017) と整合的である。アナリストは CSR 情報を加味することで、より精度の高い業績予想にたどり着いていると考えられる (図表6) ¹⁷¹⁸。

(図表5) 経営者予想精度

	MF		
	B	t	有意確率
定数	0.053	0.937	0.349
ASSET	0.000	-0.110	0.913
ROA	-0.001	-1.809	0.071 *
PBR	-0.003	-1.855	0.064 *
LEVERAGE	0.000	6.401	0.000 ***
ROADIV	0.001	0.843	0.399
LOSS	0.008	1.456	0.145
TIME	0.004	0.221	0.825
ANALYST(MARCH)	-0.014	-1.658	0.097 *
CAPX	0.000	-1.672	0.095 *
GROWTH	-0.003	-0.266	0.791
RETURN	0.000	-7.273	0.000 ***
VOL	0.000	2.423	0.015 **
MF(Previous Year)	0.213	8.607	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-2.269	0.023 **
N		3398	
R2		0.234	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

¹⁷ 多重共線性について問題がないことは、VIF (Variance Inflation Factor) で確認している。

¹⁸ 企業固定効果等についてはさらなる検証が必要となる。

(図表 6) アナリスト予想精度

	AF (MARCH)			AF (JUNE)		
	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.121	1.864	0.062 *	0.087	1.454	0.146
ASSET	0.004	0.892	0.373	0.002	0.527	0.598
ROA	0.000	-0.628	0.530	-0.001	-1.280	0.201
PBR	-0.004	-2.520	0.012 *	-0.003	-1.996	0.046 **
LEVERAGE	0.000	6.550	0.000 ***	0.000	6.418	0.000 ***
ROADIV	0.001	1.187	0.235	0.001	0.789	0.430
LOSS	0.017	2.593	0.010 **	0.010	1.687	0.092 *
TIME	-0.030	-1.305	0.192	-0.016	-0.744	0.457
ANALYST(MARCH)	-0.022	-2.334	0.020 **	-0.018	-2.179	0.029 **
CAPX	-0.001	-1.850	0.064 *	0.000	-1.722	0.085 *
GROWTH	-0.006	-0.447	0.655	0.001	0.087	0.930
RETURN	0.000	-7.118	0.000 ***	0.000	-7.218	0.000 ***
VOL	0.001	3.838	0.000 ***	0.000	2.561	0.010 **
MF(Previous Year)	0.234	8.237	0.000 ***	0.217	8.302	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-2.696	0.007 **	0.000	-2.339	0.019 **
N		3398			3398	
R2		0.235			0.223	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

モデル 2 により CSR のスコアが経営者予想精度とアナリスト予想精度の差に影響があるのかを検証した。1 つは、3 月末時点でのアナリスト予想精度と経営者予想精度の差である。1%水準でマイナス有意であり、CSR の開示によって、アナリスト予想精度と経営者予想精度の差が有意に小さい結果となった。3 月までの CSR 情報によっても経営者の予想へ信頼を高めている結果と考えられる。

次に 6 月末時点のアナリスト予想精度と経営者予想精度の比較を見ると、同様に 1%水準でマイナス有意である。CSR の開示によって、アナリスト予想精度と経営者予想精度の差が有意に小さい結果となった。CSR 情報を積極的に開示している経営者の予想に対しては、アナリストはより信頼を高めているため、アナリスト自身の予想を大きく変える必要性が少なくなると考えられる。CSR 情報を介して経営者とアナリストの情報の非対称性が緩和されていると解釈できる (図表 7) ¹⁹。

¹⁹ 多重共線性について問題がないことは、VIF (Variance Inflation Factor) で確認している。

(図表7) 経営者予想精度とアナリスト予想精度の差

	DIFFERENCE1(MARCH)			DIFFERENCE1(JUNE)		
	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.084	4.830	0.000 ***	0.031	2.358	0.018 **
ASSET	0.002	1.350	0.177	0.003	3.429	0.001 ***
ROA	0.000	0.801	0.423	0.000	0.558	0.577
PBR	-0.002	-3.929	0.000 ***	-0.001	-2.081	0.037 **
LEVERAGE	0.000	7.218	0.000 ***	0.000	3.706	0.000 ***
ROADIV	0.001	3.582	0.000 ***	0.001	2.953	0.003 ***
LOSS	0.006	3.462	0.001 ***	0.002	1.699	0.089 *
TIME	-0.031	-5.032	0.000 ***	-0.016	-3.455	0.001 ***
ANALYST(MARCH)	-0.006	-2.264	0.024 **	-0.006	-3.178	0.001 ***
CAPX	0.000	-0.394	0.694	0.000	-0.513	0.608
GROWTH	-0.005	-1.296	0.195	0.001	0.187	0.852
RETURN	0.000	-5.612	0.000 ***	0.000	-1.174	0.241
VOL	0.000	6.530	0.000 ***	0.000	4.746	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.075	9.794	0.000 ***	0.044	7.523	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-3.870	0.000 ***	0.000	-4.525	0.000 ***
N		3398			3398	
R2		0.250			0.119	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

5. 追加検証

(1) 開示分野による検証

CSR 情報には、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の情報が含まれる。日本においては、環境関連の情報が浸透しているのに比べ、社会やガバナンスに関する情報開示は欧米企業に比べ、開示スコアが低いことが指摘されている（物江 2015）。そのため、CSR の開示内容によっても影響に違いあることが予想される。よって CSR の開示内容（環境、社会性、ガバナンス）によって、経営者予想精度、アナリスト予想精度、経営者予想精度、アナリスト予想精度の差異に与える影響が異なるかを確認する。

経営者予想精度においては、環境スコアは1%水準でマイナス有意、ガバナンススコアは10%水準でマイナス有意となった。社会性スコアはマイナスであるが有意水準に達していない（図表8）。

アナリスト予想精度については、3月末時点で見た場合は、環境スコアは1%水準でマイナス有意、社会性スコア、ガバナンススコアは5%水準でマイナス有意となった。6月末時点で見た場合は、環境スコアは1%水準で、社会性スコアは10%、ガバナンススコアは5%水準でマイナス有意となった。環境スコアの影響が大きいことがわかる（図表9）。

経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異において、3月末時点で見た場合は、環境スコア、社会性スコアはともに1%水準でマイナス有意となった。一方でガバナンススコアは5%でマイナス有意となっている。6月末時点で見た場合は、環境スコア、社会性スコアはともに1%水準でマイナス有意となった。一方でガバナンススコアは10%でマイナス有意となっている。日本においては、環境スコア、社会性スコアの方が相対的にインパクトが大きいことがわかる。ガバナンスに関する開示については、事実上の法定開示となっている項目もあることから、CSR 情報の開示量による差が必ずしも大きくない可能性が考えられる（図表10）。

(図表8) 開示分野による検証(経営者予想精度)

	MF								
	B	t	有意確率	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.094	1.455	0.146	0.111	1.808	0.071 *	0.048	0.847	0.397
ASSET	-0.001	-0.111	0.912	-0.002	-0.446	0.656	-0.002	-0.489	0.625
ROA	-0.001	-1.122	0.262	-0.001	-1.259	0.208	-0.001	-1.698	0.090 *
PBR	-0.007	-3.376	0.001 ***	-0.005	-2.794	0.005 ***	-0.003	-1.934	0.053 *
LEVERAGE	0.000	6.075	0.000 ***	0.000	6.347	0.000 ***	0.000	6.321	0.000 ***
ROADIV	0.000	0.497	0.619	0.001	0.958	0.338	0.001	0.928	0.353
LOSS	0.011	1.785	0.074 *	0.012	1.865	0.062 *	0.008	1.458	0.145
TIME	-0.005	-0.197	0.844	0.001	0.041	0.967	0.004	0.215	0.830
ANALYST(MARCH)	-0.016	-1.670	0.095 *	-0.016	-1.823	0.068 *	-0.014	-1.735	0.083 *
CAPX	-0.001	-1.617	0.106	-0.001	-2.113	0.035 **	0.000	-1.751	0.080 *
GROWTH	-0.016	-1.102	0.271	-0.008	-0.605	0.545	-0.003	-0.209	0.835
RETURN	0.000	-6.019	0.000 ***	0.000	-6.409	0.000 ***	0.000	-7.287	0.000 ***
VOL	0.000	2.558	0.011 **	0.000	2.626	0.009 ***	0.000	2.514	0.012 **
MF(Previous Year)	0.190	7.033	0.000 ***	0.194	7.270	0.000 ***	0.213	8.606	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-2.712	0.007 ***						
DISCLOSURE (CSR-S)				0.000	-1.526	0.127			
DISCLOSURE (CSR-G)							0.000	-1.847	0.065 *
N		2927			3026			3397	
R2		0.297			0.223			0.234	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表9) 開示分野による検証 (アナリスト予想精度)

	AF (MARCH)								
	B	t	有意確率	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.178	2.398	0.017 **	0.182	2.571	0.010 **	0.116	1.778	0.076 *
ASSET	0.005	0.994	0.320	0.004	0.861	0.389	0.002	0.514	0.607
ROA	0.000	-0.073	0.941	0.000	-0.269	0.788	0.000	-0.497	0.619
PBR	-0.009	-3.861	0.000 ***	-0.007	-3.185	0.001 ***	-0.004	-2.612	0.009 ***
LEVERAGE	0.000	5.945	0.000 ***	0.000	6.267	0.000 ***	0.000	6.460	0.000 ***
ROADIV	0.001	0.934	0.350	0.001	1.374	0.170	0.001	1.294	0.196
LOSS	0.019	2.626	0.009 ***	0.019	2.668	0.008 ***	0.017	2.582	0.010 **
TIME	-0.048	-1.815	0.070 *	-0.037	-1.501	0.134	-0.030	-1.308	0.191
ANALYST(MARCH)	-0.027	-2.497	0.013 **	-0.028	-2.657	0.008 ***	-0.023	-2.440	0.015 **
CAPX	-0.001	-1.816	0.069 *	-0.001	-2.375	0.018 **	-0.001	-1.954	0.051 *
GROWTH	-0.019	-1.122	0.262	-0.012	-0.725	0.468	-0.005	-0.390	0.697
RETURN	0.000	-5.872	0.000 ***	0.000	-6.249	0.000 ***	0.000	-7.135	0.000 ***
VOL	0.001	3.803	0.000 ***	0.001	3.796	0.000 ***	0.001	3.971	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.219	7.019	0.000 ***	0.223	7.262	0.000 ***	0.234	8.232	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-2.801	0.005 ***						
DISCLOSURE (CSR-S)				0.000	-2.422	0.015 **			
DISCLOSURE (CSR-G)							-0.001	-2.323	0.020 **
N		2927			3026			3397	
R2		0.233			0.229			0.235	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

	AF (JUNE)								
	B	t	有意確率	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.143	2.102	0.036 **	0.152	2.340	0.019 **	0.081	1.352	0.176
ASSET	0.001	0.109	0.913	0.000	-0.071	0.944	0.001	0.236	0.814
ROA	0.000	-0.789	0.430	0.000	-0.936	0.349	-0.001	-1.187	0.235
PBR	-0.007	-3.393	0.001 ***	-0.005	-2.805	0.005 ***	-0.003	-2.062	0.039 **
LEVERAGE	0.000	6.128	0.000 ***	0.000	6.384	0.000 ***	0.000	6.327	0.000 ***
ROADIV	0.000	0.331	0.741	0.001	0.781	0.435	0.001	0.872	0.384
LOSS	0.013	1.985	0.047 **	0.013	2.041	0.041 **	0.010	1.677	0.094 *
TIME	-0.029	-1.195	0.232	-0.021	-0.948	0.343	-0.015	-0.729	0.466
ANALYST(MARCH)	-0.015	-1.651	0.099 *	-0.017	-1.892	0.059 *	-0.018	-2.236	0.025 **
CAPX	-0.001	-1.625	0.104	-0.001	-2.125	0.034 **	-0.001	-1.827	0.068 *
GROWTH	-0.011	-0.703	0.482	-0.004	-0.250	0.802	0.002	0.136	0.892
RETURN	0.000	-5.986	0.000 ***	0.000	-6.377	0.000 ***	0.000	-7.234	0.000 ***
VOL	0.000	2.807	0.005 ***	0.000	2.850	0.004 ***	0.000	2.669	0.008 ***
MF(Previous Year)	0.191	6.668	0.000 ***	0.194	6.889	0.000 ***	0.217	8.295	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-2.642	0.008 ***						
DISCLOSURE (CSR-S)				0.000	-1.793	0.073 *			
DISCLOSURE (CSR-G)							-0.001	-2.278	0.023 **
N		2927			3026			3397	
R2		0.216			0.212			0.223	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表 10) 開示分野による検証 (経営者予想精度とアナリスト予想精度の差異)

DIFFERENCE1(MARCH)									
	B	t	有意確率	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.102	5.211	0.000 ***	0.087	4.673	0.000 ***	0.093	5.280	0.000 ***
ASSET	0.002	1.361	0.173	0.002	1.348	0.178	0.001	0.576	0.565
ROA	0.000	1.583	0.114	0.000	1.104	0.270	0.000	1.034	0.301
PBR	-0.003	-4.418	0.000 ***	-0.002	-3.774	0.000 ***	-0.002	-4.086	0.000 ***
LEVERAGE	0.000	6.626	0.000 ***	0.000	6.803	0.000 ***	0.000	7.096	0.000 ***
ROADIV	0.001	3.052	0.002 ***	0.001	3.314	0.001 ***	0.001	3.716	0.000 ***
LOSS	0.006	3.202	0.001 ***	0.006	3.207	0.001 ***	0.006	3.497	0.000 ***
TIME	-0.040	-5.641	0.000 ***	-0.035	-5.335	0.000 ***	-0.031	-5.063	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.006	-1.989	0.047 **	-0.006	-2.186	0.029 **	-0.006	-2.367	0.018 **
CAPX	0.000	-0.611	0.541	0.000	-1.130	0.259	0.000	-0.488	0.626
GROWTH	-0.006	-1.254	0.210	-0.004	-1.051	0.293	-0.004	-1.169	0.243
RETURN	0.000	-4.446	0.000 ***	0.000	-4.677	0.000 ***	0.000	-5.632	0.000 ***
VOL	0.000	6.403	0.000 ***	0.000	6.334	0.000 ***	0.000	6.616	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.074	8.945	0.000 ***	0.075	9.216	0.000 ***	0.075	9.809	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-2.880	0.004 ***						
DISCLOSURE (CSR-S)				0.000	-2.821	0.005 ***			
DISCLOSURE (CSR-G)							0.000	-2.442	0.015 **
N		2927			3026			3397	
R2		0.254			0.251			0.248	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

DIFFERENCE1(JUNE)									
	B	t	有意確率	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.042	2.755	0.006 ***	0.036	2.448	0.014 **	0.036	2.716	0.007 ***
ASSET	0.003	2.648	0.008 ***	0.003	2.607	0.009 ***	0.002	2.285	0.022 **
ROA	0.000	0.916	0.360	0.000	0.456	0.649	0.000	0.880	0.379
PBR	-0.001	-2.414	0.016 **	-0.001	-2.179	0.029 **	-0.001	-2.315	0.021 **
LEVERAGE	0.000	3.584	0.000 ***	0.000	3.951	0.000 ***	0.000	3.644	0.000 ***
ROADIV	0.001	2.578	0.010 ***	0.001	2.673	0.008 ***	0.001	3.108	0.002 ***
LOSS	0.002	1.548	0.122	0.002	1.541	0.123	0.002	1.752	0.080 *
TIME	-0.020	-3.663	0.000 ***	-0.018	-3.535	0.000 ***	-0.017	-3.564	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.006	-2.691	0.007 ***	-0.005	-2.633	0.009 ***	-0.006	-3.265	0.001 ***
CAPX	0.000	0.033	0.974	0.000	-0.442	0.659	0.000	-0.556	0.578
GROWTH	-0.001	-0.165	0.869	0.000	0.034	0.973	0.001	0.350	0.727
RETURN	0.000	-0.605	0.545	0.000	-0.746	0.456	0.000	-1.190	0.234
VOL	0.000	4.768	0.000 ***	0.000	4.725	0.000 ***	0.000	4.850	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.041	6.422	0.000 ***	0.041	6.531	0.000 ***	0.044	7.560	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-4.133	0.000 ***						
DISCLOSURE (CSR-S)				0.000	-4.418	0.000 ***			
DISCLOSURE (CSR-G)							0.000	-1.771	0.077 *
N		2927			3026			3397	
R2		0.117			0.117			0.114	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(2) 経営者予想とアナリスト予想の差の関係

前記では経営者予想精度とアナリスト予想精度の差の関係を見たが、ここでは精度ではなく、経営者予想数値そのものとアナリスト予想数値そのものに差があるのかを直接見た分析を行う。精度で見た場合は、プラスに外れた場合でも、マイナスに外れた場合でも実績との差異が小さければ、両者の差は小さいと判定されるが、ここでは、プラスとマイナスにそれぞれ外れた場合は、その誤差は大きくなる点で違いがある。

3月末時点、6月末時点いずれも1%水準で有意にマイナスとなっており、経営者予想精度とアナリスト予想精度の差で見た場合の結果と変わらないことが確認できる(図表11)。環境、社会性、ガバナンスの分野別に見た場合は、3月末時点で見えた場合は、すべてのスコアが1%水準でマイナス有意である。6月末時点で見えた場合は、環境スコア、社会性スコアは1%水準でマイナス有意であるが、ガバナンススコアはマイナスであるが有意ではない(図表12)。ガバナンスに関する開示については、前記と同様、事実上の法定開示となっている項目もあることからCSR情報の開示量による差が必ずしも大きくない可能性が考えられる。

(図表11) 経営者予想とアナリスト予想の差の関係

	DIFFERENCE2(MARCH)			DIFFERENCE2(JUNE)		
	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.087	4.434	0.000 ***	0.052	3.484	0.001 ***
ASSET	0.002	1.711	0.087 *	0.003	2.894	0.004 ***
ROA	0.000	1.179	0.239	0.000	0.687	0.492
PBR	-0.002	-4.249	0.000 ***	-0.001	-2.300	0.022 **
LEVERAGE	0.000	6.956	0.000 ***	0.000	4.645	0.000 ***
ROADIV	0.001	3.804	0.000 ***	0.001	2.909	0.004 ***
LOSS	0.008	4.018	0.000 ***	0.004	2.514	0.012 **
TIME	-0.032	-4.580	0.000 ***	-0.024	-4.604	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.007	-2.378	0.017 **	-0.006	-2.981	0.003 **
CAPX	0.000	-0.473	0.637	0.000	-0.374	0.709
GROWTH	-0.007	-1.670	0.095 *	0.001	0.448	0.654
RETURN	0.000	-5.392	0.000 ***	0.000	-1.463	0.144
VOL	0.000	6.339	0.000 ***	0.000	4.573	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.078	9.016	0.000 ***	0.041	6.406	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-4.356	0.000 ***	0.000	-4.148	0.000 ***
N		3398			3398	
R2		0.246			0.121	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表 12) 経営者予想とアナリスト予想の差の関係 (開示分野による検証)

DIFFERENCE2(MARCH)											
	B	t	有意確率		B	t	有意確率		B	t	有意確率
定数	0.107	4.896	0.000 ***		0.089	4.303	0.000 ***		0.098	4.958	0.000 ***
ASSET	0.002	1.520	0.129		0.002	1.494	0.135		0.001	0.837	0.403
ROA	0.000	1.599	0.110		0.000	1.051	0.293		0.000	1.444	0.149
PBR	-0.003	-4.383	0.000 ***		-0.002	-3.731	0.000 ***		-0.002	-4.427	0.000 ***
LEVERAGE	0.000	6.399	0.000 ***		0.000	6.557	0.000 ***		0.000	6.826	0.000 ***
ROADIV	0.001	2.945	0.003 ***		0.001	3.198	0.001 ***		0.001	3.958	0.000 ***
LOSS	0.008	3.823	0.000 ***		0.008	3.830	0.000 ***		0.008	4.052	0.000 ***
TIME	-0.042	-5.338	0.000 ***		-0.036	-5.031	0.000 ***		-0.032	-4.620	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.006	-1.902	0.057 *		-0.006	-2.064	0.039 **		-0.007	-2.504	0.012 **
CAPX	0.000	-0.464	0.643		0.000	-1.036	0.300		0.000	-0.576	0.565
GROWTH	-0.006	-1.298	0.194		-0.005	-1.097	0.273		-0.006	-1.528	0.126
RETURN	0.000	-4.225	0.000 ***		0.000	-4.456	0.000 ***		0.000	-5.413	0.000 ***
VOL	0.000	6.367	0.000 ***		0.000	6.290	0.000 ***		0.000	6.447	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.077	8.431	0.000 ***		0.078	8.673	0.000 ***		0.078	9.030	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-2.974	0.003 ***								
DISCLOSURE (CSR-S)					0.000	-3.002	0.003 ***				
DISCLOSURE (CSR-G)									0.000	-2.699	0.007 ***
N		2927				3026				3397	
R2		0.251				0.249				0.244	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

DIFFERENCE2(JUNE)											
	B	t	有意確率		B	t	有意確率		B	t	有意確率
定数	0.066	3.885	0.000 ***		0.056	3.439	0.001 ***		0.056	3.754	0.000 ***
ASSET	0.003	2.214	0.027 **		0.003	2.154	0.031 **		0.002	1.831	0.067 *
ROA	0.000	1.130	0.258		0.000	0.617	0.537		0.000	0.985	0.325
PBR	-0.002	-2.879	0.004 ***		-0.001	-2.578	0.010 **		-0.001	-2.516	0.012 **
LEVERAGE	0.000	4.608	0.000 ***		0.000	4.931	0.000 ***		0.000	4.588	0.000 ***
ROADIV	0.001	2.640	0.008 ***		0.001	2.680	0.007 ***		0.001	3.054	0.002 ***
LOSS	0.004	2.444	0.015 **		0.004	2.441	0.015 **		0.004	2.559	0.011 **
TIME	-0.030	-4.885	0.000 ***		-0.026	-4.674	0.000 ***		-0.025	-4.704	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.006	-2.436	0.015 **		-0.005	-2.357	0.018 **		-0.006	-3.065	0.002 ***
CAPX	0.000	0.243	0.808		0.000	-0.223	0.823		0.000	-0.413	0.680
GROWTH	0.001	0.165	0.869		0.001	0.402	0.688		0.002	0.596	0.551
RETURN	0.000	-0.709	0.478		0.000	-0.855	0.393		0.000	-1.477	0.140
VOL	0.000	4.591	0.000 ***		0.000	4.535	0.000 ***		0.000	4.675	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.039	5.389	0.000 ***		0.039	5.480	0.000 ***		0.042	6.443	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-E)	0.000	-3.681	0.000 ***								
DISCLOSURE (CSR-S)					0.000	-4.057	0.000 ***				
DISCLOSURE (CSR-G)									0.000	-1.600	0.110
N		2927				3026				3397	
R2		0.120				0.120				0.117	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(3) アナリストがカバーしているすべてのサンプルによる検証

前記ではアナリストが複数以上いる企業を対象としたが、アナリストがいるすべてのサンプルで検証を行った²⁰。経営者予想精度については、マイナスであるが有意水準に達していない(図表 13)。さらにアナリスト予想精度について3月末、6月末ともにマイナスであるが、こちらも有意水準に達していない(図表 14)。アナリストカバーが少ない企業においては、経営者が正確な予想を行うインセンティブが低いことが考えられる。アナリスト予想精度については、アナリストが少ない企業ではCSRに関する情報が十分活用できていない可能性がある。

経営者予想精度とアナリスト予想精度の差については、3月末、6月末ともに1%水準でマイナス有意となっている(図表 15)。さらに経営者予想とアナリスト予想の差についても、3月末、6月末ともに1%水準でマイナス有意となっている(図表 16)。これらの結果からは、すべてのサンプルにおいても前記と同様の結果が確認できた。

(図表 13) 経営者予想精度 (アナリストがいるすべての企業)

	MF		
	B	t	有意確率
定数	0.059	1.262	0.207
ASSET	-0.007	-1.927	0.054 *
ROA	-0.001	-2.436	0.015 **
PBR	-0.003	-2.501	0.012 **
LEVERAGE	0.000	7.466	0.000 ***
ROADIV	0.001	1.359	0.174
LOSS	0.011	2.227	0.026 **
TIME	0.011	0.640	0.522
ANALYST(MARCH)	0.001	0.194	0.846
CAPX	0.000	-1.332	0.183
GROWTH	-0.011	-1.001	0.317
RETURN	0.000	-7.540	0.000 ***
VOL	0.000	2.406	0.016 **
MF(Previous Year)	0.175	8.845	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-1.079	0.281
N		4489	
R2		0.219	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

²⁰ すべてのデータが揃う4,489社・年で、変数は変数が0.5%タイル値を下回るものについては0.5%タイル値に修正している(99.5%タイル値を上回るものについては99.5%値に修正している)。他の変数はすべて図表2の通り。

(図表 14) アナリスト予想精度 (アナリストがいるすべての企業)

	AF (MARCH)			AF (JUNE)		
	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.199	3.649	0.000 ***	0.144	2.898	0.004 ***
ASSET	-0.003	-0.747	0.455	-0.004	-1.055	0.291
ROA	-0.001	-1.274	0.203	-0.001	-1.646	0.100 *
PBR	-0.005	-3.065	0.002 ***	-0.004	-2.921	0.004 ***
LEVERAGE	0.000	7.285	0.000 ***	0.000	8.163	0.000 ***
ROADIV	0.001	1.271	0.204	0.001	1.643	0.100
LOSS	0.014	2.421	0.016 **	0.011	2.077	0.038 **
TIME	-0.051	-2.629	0.009 ***	-0.029	-1.642	0.101
ANALYST(MARCH)	-0.005	-0.698	0.485	-0.005	-0.776	0.438
CAPX	0.000	-1.471	0.141	0.000	-1.510	0.131
GROWTH	-0.012	-0.999	0.318	-0.008	-0.752	0.452
RETURN	0.000	-7.778	0.000 ***	0.000	-7.610	0.000 ***
VOL	0.000	3.625	0.000 ***	0.000	2.474	0.013 **
MF(Previous Year)	0.235	10.251	0.000 ***	0.193	9.234	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-1.574	0.116	0.000	-1.264	0.206
N		4489			4489	
R2		0.224			0.215	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表 15) 経営者予想精度とアナリスト予想精度の差 (アナリストがいるすべての企業)

	DIFFERENCE1(MARCH)			DIFFERENCE1(JUNE)		
	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.139	8.000	0.000 ***	0.084	7.228	0.000 ***
ASSET	0.001	0.715	0.475	0.002	1.789	0.074 *
ROA	0.000	-0.126	0.900	0.000	-0.220	0.826
PBR	-0.002	-4.289	0.000 ***	-0.001	-2.625	0.009 ***
LEVERAGE	0.000	7.107	0.000 ***	0.000	4.702	0.000 ***
ROADIV	0.001	4.191	0.000 ***	0.001	3.593	0.000 ***
LOSS	0.004	2.419	0.016 **	0.002	1.827	0.068 *
TIME	-0.051	-8.208	0.000 ***	-0.033	-8.020	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.007	-3.063	0.002 ***	-0.005	-3.764	0.000 ***
CAPX	0.000	-0.747	0.455	0.000	-0.718	0.473
GROWTH	-0.005	-1.286	0.199	-0.001	-0.367	0.714
RETURN	0.000	-5.644	0.000 ***	0.000	-1.031	0.303
VOL	0.000	5.958	0.000 ***	0.000	4.161	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.096	13.162	0.000 ***	0.048	9.902	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-3.284	0.001 ***	0.000	-3.596	0.000 ***
N		4489			4489	
R2		0.245			0.146	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表 16) 経営者予想とアナリスト予想の差 (アナリストがいるすべての企業)

	DIFFERENCE2(MARCH)			DIFFERENCE2(JUNE)		
	B	t	有意確率	B	t	有意確率
定数	0.142	7.692	0.000 ***	0.103	8.376	0.000 ***
ASSET	0.001	1.040	0.298	0.002	1.619	0.106
ROA	0.000	0.126	0.900	0.000	0.265	0.791
PBR	-0.002	-4.579	0.000 ***	-0.001	-3.022	0.003 ***
LEVERAGE	0.000	6.889	0.000 ***	0.000	5.725	0.000 ***
ROADIV	0.001	4.626	0.000 ***	0.001	3.715	0.000 ***
LOSS	0.006	3.066	0.002 ***	0.003	2.667	0.008 ***
TIME	-0.052	-7.860	0.000 ***	-0.040	-9.263	0.000 ***
ANALYST(MARCH)	-0.008	-3.408	0.001 ***	-0.006	-3.984	0.000 ***
CAPX	0.000	-1.026	0.305	0.000	-0.659	0.510
GROWTH	-0.006	-1.397	0.162	-0.001	-0.189	0.850
RETURN	0.000	-5.778	0.000 ***	0.000	-1.229	0.219
VOL	0.000	5.987	0.000 ***	0.000	4.165	0.000 ***
MF(Previous Year)	0.102	13.126	0.000 ***	0.047	9.058	0.000 ***
DISCLOSURE (CSR-T)	0.000	-3.710	0.000 ***	0.000	-3.413	0.001 ***
N		4489			4489	
R2		0.257			0.157	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

6. 結論

本稿では CSR 情報が経営者予想精度とアナリスト予想精度の差に影響があるのかを検証した。その結果、以下の点が示唆された。

第1に、アナリストは CSR 情報を積極的に開示している経営者の予想に対しては、より信頼を高めており、CSR 情報を介して経営者とアナリストの情報の非対称性が緩和されていると解釈できる。今回の分析で、経営者とアナリスト双方の予想が CSR 情報を介して影響を与えていることを業績予想という具体的な数値で直接、確認することができた。CSR 情報が企業評価につながる道筋の1つを発見することができたものと考えられる。

第2に CSR の開示内容（環境、社会性、ガバナンス）によって、経営者予想とアナリスト予想の差異に与える影響が異なることが確認できた。日本では環境に関する影響が大きく、一方でガバナンスの影響が相対的に弱い可能性が指摘された。

本稿においては、アナリスト予想と日本において制度的に充実している経営者予想の2つを用いることで、CSR 情報が経営者とアナリストの情報の非対称性に与える影響を検証した。この分野の情報の非対称性に与える影響を直接的に分析した点は新たな貢献であると考えられる。一方で、経営者予想は既存研究で指摘されているように、さまざまなバイアスが考えられる。さらに本稿では日本企業を対象にした分析を行ったが、社会性、ガバナンスなどの点で取り組みに違いがある米国や欧州との企業と比較も重要となる。今後、こうした点もより詳細に分析する必要があると考えられるが、この点は今後の研究の課題としたい。

謝辞 本稿は日本学術振興会 2018 年度科学研究費 18K12903 の助成を受けて作成している。

参考文献

- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee. 1997. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research*. 35 : 1–24.
- Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*. 43(3):343-376.
- Baginski, S., and J. Hassell. 1990. The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecasts Revision. *The Accounting Review*. 65(1): 175–190.
- Chen, L. B., Srinidhi, A., Tsang, and W. Yu. 2016. *Journal of Management Accounting Research*. 28(2) :53-76.
- Cheung, Y. L., Jiang, P., and Tan, W. 2010. A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*. 29:259–280.
- Diebecker, J., C. Rose, and F. Sommer. 2017. Corporate Sustainability Performance over the Firm Firm life cycle. AAA Annual Meeting.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, and A. T. Y. G. Yang. 2011. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*. 86(1):59-100.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*. 87(3):723–759.
- Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. 2015. Active ownership. *The Review of Financial Studies*. 28 (12):3225-3268.
- Eccles, R. G., Ioannou, G., and Serafeim, G. 2014. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance *Management Science*. 60(11) :2835-2857.
- Edmans, A. 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*. 101(3): 621–640.
- Friede, G., T. Busch, and A. Bassen. 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 5(4) : 210-233.
- Freeman, R. E. 1984. Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman
- Hassell, J., R. Jennings, and D. Lasser. 1988. Management Earnings Forecasts: Their Usefulness as a Source of Firm-specific Information to Security Analysts. *The Journal of Financial Research*. 11(4):303–319.
- Hirst, E., L. Koonce, and S. Venkataraman. 2008. Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *Accounting Horizons*. 22(3): 315-338.

- Hope, O. 2003. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research*. 41: 235–272.
- Gamerschlag, R., K. Möller, and F. Verbeeten. 2011. Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*. 2–3:233–262.
- Garriga, E., and D. Mele. 2004. Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. *Journal of Business Ethics*. 53 (1/2): 51–71.
- Global Sustainable Investment Alliance. 2016. Global Sustainable Investment Review 2016.
- Hemingway, C., and MacLagan, P. 2004. Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*. 50(1):33–44.
- Ioannou, I., and Serafeim, G. 2012. What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*. 43(9):834–864.
- Jensen, M., and Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure. *Journal of Financial Economics*. 3:305–360.
- Karamanou, I., and N. Vafeas. 2005. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*. 43(3) :453–486.
- Kim, Y., H. Li, and S. Li. 2014. Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk. *Journal of Banking & Finance*. 43:1-13.
- Kim, Y., M. S., Park, and B. Wier. 2012. Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?. *The Accounting Review*. 87(3):761-779
- King, R., Pownall, G., and Waymire, G. 1990. Expectations adjustments via timely management forecasts: Review, synthesis, and suggestions for future research. *Journal of Accounting Literature*. 9(1):113–144.
- Kravet, T., Mulsu, V., 2011. Informativeness of risk disclosure in corporate annual reports. <http://ssrn.com/abstract=1736228>.
- Lang, M. H. and R. J. Lundholm. 1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*. 71:467-492.
- Lee, D. 2017. Corporate social responsibility and management forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*. 140(2).353-367.
- Legendre, S., and F. Coderre. 2013. Determinants of GRI G3 Application Levels: The Case of the Fortune Global 500. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 20: 182–192.
- Lehavy, R., F. Li, and K. Merkley. 2011. The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts. *The Accounting Review*. 86(3):1087-1115.
- Lev, B., Petrovits, C., and Radhakrishnan, S. 2010. Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal*. 31(2) :

182–200.

- Li, F. 2008. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*. 45(2, 3): 221–247.
- Liang,H and L.Renneboog 2017. On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*.72(2):853-910.
- Maignan, I. 2001. Consumers' perception of corporate social responsibilities: A cross-cultural comparison. *Journal of Business Ethics*. 30 (1): 57–72.
- Mishra, D. R. 2015. Post-innovation CSR performance and firm value. *Journal of Business Ethics*.140(2):285-306.
- Muslu,V.,S.Mutlu, S.Radhakrishnan and A.Tsang. 2017. Corporate Social Responsibility Report Narratives and Analyst Forecast Accuracy. *Journal of Business Ethics*. Forthcoming.
- Merkley,K.J. 2014. Narrative Disclosure and Earnings Performance: Evidence from R&D Disclosure. *The Accounting Review*. 89(2):725-757.
- Nichols, D.C.and M.M.Wieland. 2009. Do Firms' Nonfinancial Disclosures Enhance the Value of Analyst Services? https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1463005
- Noda.K and M. Matsuyama 2019. Disclosure of CSR over the firm life cycle in Japan. *Journal of Business and Economics*. 10(1) :1-16.
- Tanimoto,T. 2013. Corporate social responsibility and management process in Japanese corporations. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sust. Development*. 9(1):10-25.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes. 2003. Corporate social and financial performance: A metaanalysis. *Organization Studies*. 4 (3): 403–441.
- Petrovits, C. 2006. Corporate-sponsored foundations and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*. 41:335–361.
- Ramanna, K. 2013. A framework for research on corporate accountability reporting. *Accounting Horizons*.27(2) : 409–432.
- Roman, R. M., S. Hayibor, and R. R. Agle. 1999. The relationship between social and financial performance. *Business and Society*. 38 (1): 109–125.
- Schuler, D., and M. Cording. 2006. A corporate social performance-corporate financial performance behavioral model for consumers. *Academy of Management Review*. 31 (3): 540–558.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*. 18 (4): 303–319.
- You,H. and X.Zhang. 2009.Financial Reporting Complexity and Investor Underreaction to 10-K Information. *Review of Accounting Studies*. 14:559-586.
- 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』 46(5):82- 92.

- 太田浩司. 2002. 「経営者予想利益の価値関連性およ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』 40(3): 85-109.
- 太田浩司. 2005. 「予想利益の精度と価値関連性ー I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較ー」『現代ファイナンス』 18 : 141-159.
- 太田浩司. 2007. 「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』 45(8): 54-66.
- 太田浩司・近藤江美. 2011. 「経営者予想とアナリスト予想精度とバイアス」『MTEC ジャーナル』 23 : 33-58.
- 金鉉玉. 2008. 「リスク情報と業績予測」『企業会計』 60(8):126-134.
- 國村道雄. 1980. 「利益予測と会計情報」『企業会計』 32(4): 494-500.
- 國村道雄. 1984. 「わが国企業の決算予想情報の特徴」『証券アナリストジャーナル』 22(8): 9-30.
- KPMG ジャパン. 2018. 「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」.
- 清水康. 2007. 「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング」『証券アナリストジャーナル』 45(8):80-96.
- 日本サステナブル投資フォーラム. 2017. 「第3回サステナブル投資残高アンケート調査」.
- 円谷昭一. 2007. 「インベスター・リレーションズ (IR) と業績予想の関係」『会計』 172 (4) : 93-108.
- 円谷昭一. 2009. 「会社業績予想における経営者バイアスの影響」『証券アナリストジャーナル』 47(5):77-88.
- 中井誠司. 2011. 「経営者予想がアナリスト予想に与える影響」『管理会討学』 19(1):3-15.
- 奈良沙織・野間幹晴. 2013. 「アナリスト予想の価値関連性」『会計』 184(2):98-111.
- 野田健太郎・加賀谷哲之. 2011. 「事業継続計画と経営者業績予想の関係」『経営財務研究』 31 (2) : 40-55.
- 野田健太郎. 2012. 「事業継続計画の開示が株主資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』 12 : 1-16.
- 野田健太郎. 2014 『事業継続計画による企業評価』 中央経済社.
- 野田健太郎. 2017. 『戦略的リスクマネジメントで会社を強くする』 中央経済社.
- 張替一彰. 2008. 「有価証券報告書事業リスク情報を活用したリスク IR の定量評価」『証券アナリストジャーナル』 46(4):32-44.
- 村宮克彦. 2005. 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』 43(9):83-97.
- 物江陽子. 2015. 「ESG 情報開示における日本企業の評価 グローバル時価総額上位 500 社の調査から見た傾向と課題」 大和総研.
- 呂潔・中嶋幹. 2016. 「ESG と株価急落リスク」『証券アナリストジャーナル』 54(7):26-38.