

DBJ Discussion Paper Series, No. 1905

企業のライフサイクルが CSR の情報開示に与える影響

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)

2019年5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。

2019年5月

野田健太郎¹（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²（日本政策投資銀行 設備投資研究所）

企業のライフサイクルが CSR の情報開示に与える影響³

要 旨

近時、CSR の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。しかしながら単純に CSR 情報の開示を増加させることが企業価値の増加につながるわけではなく、CSR 情報と企業価値をつなげるためには、その開示戦略が重要になっている。但し、企業の開示戦略は企業の置かれている状況において一様ではなく、状況に応じて望ましい開示レベルを考える必要があると思われる。

企業の置かれている状況は、社歴、規模、業種など様々な要素が考えられるが、本稿では企業のライフサイクルに注目した。世界的に見ても、多額の現金を保有して、投資レベルが低い企業が増加しており。投資の促進が大きな課題となっている。そのため CSR の分野においてもライフサイクルを見ることで、その問題に対しても新たな示唆を得られる可能性があるからである。

検証の結果、企業のライフサイクルによって開示レベルに差があることが確認された。成熟段階では開示量が有意に多い、一方で発展段階の企業においては開示量が少ない結果となった。また、国によって CSR 情報の開示レベルには差があるが、日本においては環境関連の情報が大きな影響を与えている。一方で、ガバナンスや社会性の項目については環境関連の情報ほど大きな差は見られなかった。

日本においては、英国を参考にスチュワードシップ・コードが導入され、CSR 関連の情報について、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。しかしながら企業の置かれている状況については、今まであまり考慮されてこなかった。今後、CSR の分野においても、企業のライフサイクルを考慮して適切な開示戦略を立てることが、企業価値の向上には近道であると考えられる。

¹ kenoda@rikkyo.ac.jp

² msmatsu@dbj.jp

³ 2019年4月19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、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。これらの方々へ感謝申し上げたい。

1. 分析の背景

近時、CSR 情報に含まれるものとして、Environment (環境)、Social (社会)、Governance (ガバナンス)の情報があるといわれている。これらの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。

さらに国際的に見て、統合報告書の動きも加速している。2010年8月に英国チャールズ皇太子が立ち上げたサステナビリティに関するプロジェクトであるA4S (Accounting for Sustainability) とサステナビリティに関するガイドラインを作成しているGRI (Global Reporting Initiative) が主導する形で国際統合報告委員会 (IIRC : International Integrated Reporting Committee のちにCouncilに改称) が設立され、国際的にも検討が始まった。IIRC は2011年9月にディスカッション・ペーパーである「統合報告の方向性 (Toward Integrated Reporting)」を公表している。この中では、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。

投資の分野においては、2006年に国連の主導で環境・社会・ガバナンスへの配慮を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、それには2016年には世界50ヶ国超の国から1,500機関以上が著名し、その合計資産は約6,000兆円に達している (PRIホームページより)。

企業が社会的責任を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。一方で日本をはじめとしたアジアは0.8%と非常に低い比率となっている (The Global Sustainable Investment Review 2014)。しかしながら、将来的にはSRIへの国際的な関心がさらに高まることに加え、2015年9月には厚生年金と国民年金の管理・運用を行っている年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が同原則に著名するなど日本でもSRIが拡大していくことが予想される。

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「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には、今期や来期の業績予想だけでなく、将来の業績予想が重要となる。その中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、その中には、株主の権利・平等性の確保、株主以外のステークホルダーとの適切な協働、適切な情報開示と透明性の確保、取締役会等の責務、株主との対話

の5つが盛り込まれている。企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を目指している。コードの中で、企業はさまざまなステークホルダーとの協働に努めるべきであることが定められている。そして 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。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。

このように CSR に関する情報開示の要請が強まっている。しかしながら単純に CSR 情報の開示を増加させることが企業価値の増加につながるわけではない。CSR 情報と企業価値をつなげるために、その開示戦略が重要になっている。

しかしながら企業の開示戦略は企業の置かれている状況において一様ではない。外部から一律の開示要請を行うことは企業価値の向上につながらず、場合によってはマイナスの可能性もはらんでいる。むしろ企業のおかれている状況によって望ましい開示レベルを考える必要があると思われる。

企業の置かれている状況は、社歴、規模、業種などさまざまな要素が考えられるが、本稿では企業のライフサイクルに注目した。日本においては、多額の現金を保有して、投資レベルが低い企業が増加しており、投資の促進が大きな課題となっている。そのためライフサイクルを見ることで、その問題に対しても何らかの示唆を得られる可能性があるからである。ライフサイクルについては、Diebecker et.al(2017)が CSR パフォーマンスとライフサイクルについて検証を行っている。しかしながら本稿では、CSR のパフォーマンスではなく、CSR の開示レベルで分析を行った。

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おり、近年は情報量が増加している。物江（2014）では、企業の公開情報やアンケートから ESG 情報を収集し提供しているものと、企業の一次情報に基づき、企業活動を ESG の観点から分析・評価し、その結果（レーティング）を提供しているものなどがあるが、の企業の ESG 評価は、調査会社により評価するポイントが異なり、評価方法が開示されていない場合もあり、が提供するような、ESG に関する一次情報を確認することが重要であると指摘している。つまり CSR のパフォーマンスを評価する場合、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する場合においては、開示の質にかかわらず開示していれば、得点を上げられるという欠点はあるものの、幅広い開示項目を選んだ上で運用を行えば、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。そうした観点から本稿では開示レベルとライフサイクルの関係について検証した。また、開示戦略の観点から CSR 情報の種類によって、その影響が異なるかを検証している。

検証の結果、企業のライフサイクルによって開示レベルに差があることが確認された。成熟段階では開示量が有意に多い、一方で発展段階の企業においては開示量が少ない結果となった。

また、開示内容に関して、日本においては環境関連の情報が大きな影響を与えている。一方で、比較的開示項目が一律であるガバナンス項目ではライフサイクルによる差がなく、社会性の項目についても、環境関連の情報ほど大きな差は見られなかった。

日本においては、コーポレート・ガバナンスコードが導入され、企業は投資家をはじめさまざまなステークホルダーとの協働に努めるべきであることが定められている。CSR 関連の情報について、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。CSR の分野においても、企業の成長ステージを考慮して適切な開示戦略を立てることが、企業価値の向上には近道であると考えられる。

本稿の貢献は、1つ目に企業のライフサイクルによって開示レベルが異なることや CSR の開示内容によっても違いがあることを明らかにしたことである。CSR の開示内容は各国の歴史的・文化的な背景を反映して開示レベルに差があると言われている。本稿では日本企業の開示内容における傾向を明らかにした。2つ目はディスクロージャー研究の分野で CSR とライフサイクルという新しい視点を示したことである。3つ目は、ガバナンスコードなどの立案、改変に対して企業のライフサイクルという視点を提示したことである。

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節では追加分析を行い、6節で結論を述べる。

2. 先行研究

(1) CSR 情報開示について

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た。また、Gamerschlag, Mo11er, 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) は日本企業は、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。

CSR 情報に加え、日本における定性情報に関して、開示企業の特徴を分析した先行研究としては、財務会計基準機構 (2005)、小西 (2008)、張替 (2008)、中野 (2010)、野田 (2013)、與三野 (2012) などがある。小西(2008)では、リスク情報に関して、東証一部上場企業 100 社を抽出し、2004 年及び 2005 年 3 月期決算の企業における金融リスク及び経営リスク等に該当する記述数をカウントした。その結果、当該リスク総数と総資産、総売上高の間に正の相関関係があることを発見した。張替 (2008) では、大規模で事業リスク

の高い企業ほどリスク情報の開示に積極的であるとの結論を得ている。さらに中野(2010)においては、以下の点が主張されている。「事業等のリスク」及び「MD&A」に関して、規模が大きく、市場からの注目度が高く、事業構造が複雑な企業ほどリスク情報を積極的に開示している。事業リスクが高い場合は、「事業等のリスク」に反映させるということではないが、「MD&A」に関しては開示量が多いという傾向を示している。野田(2016、2017)においては、有価証券報告書の開示内容から、定性情報の開示に積極的な企業は、社外取締役比率が高いなどガバナンスの項目が大きな影響を持つことや、負債比率が高い企業や安定持株比率が高い企業は開示に消極的であることを指摘している。

企業が積極的にCSR活動情報を開示する背景として、CSR活動を開示することが自社の評価の向上に繋がると認識していることがあげられる(井上2013)。鈴木ほか(2011)は、CSR報告書の目的について、「ステークホルダーに対し、企業が自社のガバナンス体制や事業活動・サプライチェーンにおける環境・社会分野の取り組みに関する情報開示を通じてコミュニケーションを行い、結果としてステークホルダーから信頼を得ること」をあげている。また、KPMG あずさサステナビリティ(2011)では、統合報告書発行の動機として「評判またはブランドへの配慮」を高い要因にあげている。

以上のようにCSR情報の開示要因については、ガバナンスやステークホルダーとの関係という一面から分析しているものが多い。しかしながら開示レベルは規模、業績、キャッシュフローなどの要因にも影響を受けることから、これらの要因をあわせて勘案すべきであり、その点を考慮した場合、企業の置かれているライフサイクルについて検討する必要がある。

(2) ライフサイクルについて

企業のライフサイクルについては、多くのモデルが提唱されている。Miller and Friesen(1984)では、「Birth Phase」「Growth Phase」「Maturity Phase」「Revival Phase」「Decline Phase」の5つの時期に分類し、54の項目によってその違いを確認している。これ以外に、回答者が質問に答える形でライフサイクルを分類するものとして、Auzair and Langfield(2005)、Kallunki and Silvola(2008)などが挙げられる。しかしながら必ずしも統一的な分類方法が確立しているわけではない(森2016)。本稿では、その中でキャッシュフローの変化という客観的な指標に基づく分類を行っているDickinson(2011)に基づいて、ライフサイクルを分類する。

(3) 仮説の構築

既述の通り、CSR情報を企業が開示する要因としては、企業の規模、業績、ガバナンス、企業のおかれているステークホルダーとの関係があげられる。さらに、企業の戦略や組織の構造、製品のサイクルなどは、企業のおかれている環境によってさまざまな影響を受けるが、特に近年は、企業を取り巻く環境が大きく変化している。

1 つには、目先の利益ではなく企業の持続的な成長を促すためには、財務情報だけでなく CSR 情報など企業の非財務情報にも着目する必要が出てきた。人材、企業文化、ブランド、有力な取引先やネットワークなど企業の目に見えない要素が重要な位置づけを占める。企業はこうした情報を開示することにより、投資家などとの対話を行うことで企業価値への理解を進めることができる。このため企業には、企業内にある非財務情報を把握し、企業価値にどのように結びつけているのかを、定性的・定量的に説明することが求められる。そのため CSR 情報への関心が高まっている。

また、近年、日本企業は手許現金保有を増やし、上場企業の半数以上が有利子負債を上回る現金を保有する実質無借金経営となった。近年のこうした動きは、1 つにはリーマンショックをはじめとした大きなリスクへの備えるため、もう 1 つは有望な投資機会が見つからないことが理由として考えられる。CSR 情報を開示することでこうした状況を説明するという要因が考えられる。

さらに株式所有構造について見ると、かつて日本企業は事業法人や金融機関などの安定株主によって、買収などの圧力を感じることなく、安定的、ある意味長期的な視点で経営を行うことができた。バブル崩壊以降の株価の低迷や 2002 年 3 月期からの有価証券への時価評価の導入、国際的な金融活動を行う銀行に対して一定以上の自己資本を求めるバーゼル規制の導入により、金融機関をはじめとした多くの企業が保有株式の売却を進めた。そのため、大株主や金融機関の存在が CSR への開示戦略に与える影響は変化している可能性がある。

こうした環境変化はライフサイクルによって企業の戦略にも異なる影響を及ぼしており、その結果、開示戦略に異なる影響を与えることが考えられる。そこで以下の仮説を設定する。

(仮説 1)

企業のライフサイクルによって CSR 情報の開示レベルが異なる。

日本においては株式所有構造の変化が起こっているものの、依然としてメインバンクを中心とした金融機関や取引関係強化のための持ち合いなどから、ブロックホルダーの影響が大きいことが考えられる。その中で、成長期や変革期にある企業の場合は、CSR 情報の開示よりは投資情報やリストラクチャリングの内容などに関心が強いのに対し、成熟期に入った企業に対しては、企業価値向上のため、株主から積極的な情報開示を促す可能性が考えられる。よって以下の仮説を設定する。

(仮説 2)

成熟期の企業においては、金融機関持株比率が高い場合や大株主持株比率が高い場合は積極的に CSR 情報の開示を行う。

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。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。物江(2014)によれば、データ項目は、環境についてはCO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。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エイトを加味して、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。

(2) ライフサイクルの測定

ライフサイクルの測定については、本稿では前述のキャッシュフローの変化に着目したDickinson(2011)に基づいて分類を行う。キャッシュフローを営業キャッシュフロー(CFO)、投資キャッシュフロー(CFI)、財務キャッシュフロー(CFF)の3つに分類し、そのプラス、マイナスの符号により図表1の通り分類する、
 1 はCFO、CFIがマイナス、CFFがプラスの創業期の企業、
 2 はCFOがプラス、CFIがマイナス、CFFがプラスの成長企業、
 3 はCFOがプラスで、CFI、CFFがマイナスで成熟企業、
 4 はCFO、CFIがプラスでCFFがマイナス、
 5 はすべてのキャッシュフローがプラス、
 6 はすべてのキャッシュフローがマイナスで、
 7 は変革企業、
 8 はCFI、CFFがプラス、CFOがマイナスで、
 9 はCFOがマイナス、CFIがプラス、CFFがマイナスで、
 10 が衰退企業と分類した。

(図表1) ライフサイクルの分類

		1	2	3	4	5	6	7	8
キャッシュフローによる分類	営業キャッシュフロー(CFO)	-	+	+	+	+	-	-	-
	投資キャッシュフロー(CFI)	-	-	-	+	+	-	+	+
	財務キャッシュフロー(CFF)	+	+	-	-	+	-	+	-
Dickinson(2011)	特徴	創業 (Start)	成長 (Growth)	成熟 (Mature)	変革 (Shake-Out)			衰退 (Decline)	

(3) その他の変数

本稿ではライフサイクルによって開示レベルに差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、Diebecker 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)、1株当たりのフリーキャッシュフロー (FCF)、自己資本比率 (LEVERAGE)、無形資産の影響があることからPBR、CSRに関しては企業の創業年数も影響することが考えられる、そのため創業から現在までの月数の対数 (AGE) を採用した。さらに業種による影響が考えられるため業種ダミー、またCSRは時代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。

(図表2) 各変数の定義

変数	定義	備考
ASSET	資産	対数
PBR	株価純資産倍率	
LEVERAGE	自己資本比率	
ROA	総資産事業利益率	
FCF	1株当たりのフリーキャッシュフロー	
AGE	創業からの月数	対数
BLOCK	10大持株比率	
FRGN	外国人持株比率	
FINANCE	金融機関持株比率	
MANAGER	経営者持株比率	
CSR-T	CSRスコア	
CSR-E	CSRスコア(環境分野)	
CSR-S	CSRスコア(社会性分野)	
CSR-G	CSRスコア(ガバナンス分野)	

前記の先行研究で実証されている点も踏まえ、予想される結果は以下のとおりである。企業の規模が大きい企業は開示量が多いことが予想される。PBRの高い企業を無形資産に対する関心が高い企業と考えれば、開示に積極的でありプラスの符号が予想される。負債の依存度が高い場合は、金融機関との関係を構築すれば足り、開示には積極的でないことが考えられる。さらに収益性が高く、キャッシュフローが豊富な場合は、自社の取り組みに自信があるため開示に積極的であることが考えられる。また創業からの時間が長い場合は社内でCSRへの議論が進む可能性が高いため、開示レベルが高いことが考えられる。加えて、株主構成によってガバナンス効果が働く場合は開示に積極的になることが予想される。

(4) 手法

CSR 開示に積極的な企業の特徴を分析するため、被説明変数に開示スコア、説明変数にライフサイクルとコントロール変数を入れた多変量回帰分析を行う。被説明変数は開示スコアで、総合 (CSR-T)、環境 (CSR-E)、社会 (CSR-S)、ガバナンス (CSR-G) である。説明変数はライフサイクルの各ステージ (LIFESTAGE): 創業 (START)、成長 (GROWTH)、成熟 (MATURE)、変革 (SHAKEOUT)、衰退 (DECLINE) である。コントロール変数としては、Diebecker et.al (2017) を参考に、資産規模 (ASSET)、総資産事業利益率 (ROA)、自己資本比率 (LEVERAGE)、株価純資産倍率 (PBR)、フリーキャッシュフロー (FCF) を入れた。さらに創業からの期間 (AGE) を加えている。ガバナンスに関連する変数として、外国人持株比率 (FRGN)、10 大持株比率 (BLOCK)、金融機関持株比率 (FINANCE)、役員持株比率 (MANAGER) を入れた。分析では年次及び業種ダミーを入れている。

(モデル 1)

$$\begin{aligned} & \text{Disclosure (CSR-T, CSR-E, CSR-S, CSR-G)}_{it} \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{LIFESTAGE}_{it} (\text{START, GROTH, MATURE, SHAKEOUT, DECLINE}) \\ & + \beta_2 \text{ASSET}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{PBR}_{it} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_6 \text{FCF}_{it} + \beta_7 \text{AGE}_{it} + \beta_8 \text{FRGN}_{it} + \beta_9 \text{BLOCK}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{FINANCE}_{it} + \beta_{11} \text{MANAGER}_{it} + \text{INDUSTRY DUMMY} + \text{YEAR DUMMY} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

次に、各ライフサイクルに絞って、FCF や ROA が影響を与えているかを検証する。

(モデル 2)

$$\begin{aligned} & \text{Disclosure (CSR-T, CSR-E, CSR-S, CSR-G)}_{it} \\ & = \beta + \beta_1 \text{ASSET}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{PBR}_{it} + \beta_4 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_5 \text{FCF}_{it} + \beta_6 \text{AGE}_{it} + \beta_7 \text{FRGN}_{it} \\ & + \beta_8 \text{BLOCK}_{it} + \beta_9 \text{FINANCE}_{it} + \beta_{10} \text{MANAGER}_{it} + \text{INDUSTRY DUMMY} + \text{YEAR} \\ & \text{DUMMY} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(5) サンプル

本稿では金融等を除く日本の上場企業 3 月期決算企業で 2006 年度から 2015 年度の決算数値がすべてそろそろ 5,465 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、ガバナンスに関する数値は日経 NEEDS Financial Quest から取得した。

4. 分析結果

(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
ASSET	5465	4.01	7.13	5.33	0.63
PBR	5465	0.27	5.23	1.15	0.72
LEVERAGE	5465	5.97	89.46	46.37	19.89
ROA	5465	-6.59	21.11	5.14	4.15
FCF	5465	-2854.36	5398.31	56.94	507.78
AGE	5465	1.54	3.11	2.85	0.24
BLOCK	5465	0.18	0.82	0.44	0.14
FRGN	5465	0.00	0.56	0.16	0.12
FINANCE	5465	0.04	0.55	0.28	0.12
MANAGER	5465	0.00	0.32	0.02	0.04
CSR-T	5465	11.98	55.37	31.27	10.10
CSR-E	5465	2.33	62.02	28.71	14.90
CSR-G	5465	26.79	57.14	45.83	6.34
CSR-S	5465	3.51	54.39	22.68	11.21

各ライフサイクルの平均値で見ると(図表 4)、ASSET は成長期 (GROWTH)、成熟期 (MATURE) の順で大きい。PBR は成熟期 (MATURE) が最も大きい。自己資本比率は成熟期 (MATURE)、変革期 (SHAKEOUT) の順になっている。FCF は変革期 (SHAKEOUT)、成熟期 (MATURE) の順で大きく、創業期 (START)、成長期 (GROWTH)、衰退期 (DECLINE) でマイナスとなっており、ライフサイクルの特徴を表している。

株主構成では、外国人持株比率 (FRGN)、金融機関持株比率 (FINANCE) においては、成長期 (GROWTH)、成熟期 (MATURE) が高く、10 大持株比率 (BLOCK) は創業期 (START)、変革期 (SHAKEOUT) が高い。役員持株比率 (MANAGER) は変革期 (SHAKEOUT) が高い。

CSR 開示スコアでは、総合 (CSR-T) は、成長期 (GROTH)、成熟期 (MATURE) の順で高く、環境 (CSR-E)、社会 (CSR-S) も成長期 (GROWTH)、成熟期 (MATURE) の順で高いが、ガバナンス (CSR-G) は成熟期 (MATURE)、成長期 (GROWTH) の順となっている。

(図表 4) ライフサイクル別基本統計量

	START	GROWTH	MATURE	SHAKEOUT	DECLINE
N	226	1222	3433	465	114
ASSET	5.27	5.48	5.30	5.23	5.17
PBR	1.05	1.15	1.17	1.04	0.84
LEVERAGE	31.04	40.17	50.31	43.46	36.75
ROA	1.77	4.45	5.93	3.75	1.09
FCF	-350.45	-79.04	120.02	173.19	-47.25
AGE	2.81	2.85	2.85	2.82	2.84
BLOCK	0.45	0.42	0.44	0.45	0.43
FRGN	0.13	0.17	0.17	0.15	0.11
FINANCE	0.26	0.31	0.28	0.24	0.25
MANAGER	0.02	0.01	0.02	0.03	0.02
CSR-T	29.71	31.95	31.54	28.61	29.53
CSR-E	26.46	29.57	29.15	24.74	27.06
CSR-G	45.08	45.94	46.00	45.26	43.56
CSR-S	21.68	23.56	22.72	20.91	21.37

(2) 相関係数 (図表 5)

図表 5 は相関係数を表している。創業期 (START) は ROA、FCF とともにマイナスの相関が強く、負債の活用も少ないことから LEVERAGE はマイナスの相関が強い。成長期 (GROWTH) は FCF とのマイナスの相関が強く、LEVERAGE もマイナスの相関が強い。一方で、成熟期 (MATURE) においては、業績が安定することから、ROA や FCF とのプラスの相関が強く、LEVERAGE はプラスの相関も強い。変革期 (SHAKEOUT) では ROA がマイナスの相関になっている。衰退期 (DECLINE) は ROA とのマイナスの相関が強い。

(図表 5) 変数間の相関係数

ASSET		0.22	-0.32	0.03	0.07	-0.06	-0.24	0.57	0.38	-0.23	0.40	0.32	0.27	0.39	-0.02	0.13	-0.07	-0.05	-0.04
PBR	0.34		-0.10	0.45	0.04	-0.09	-0.04	0.30	0.06	-0.01	0.08	0.07	-0.03	0.11	-0.03	0.00	0.05	-0.05	-0.06
LEVERAGE	-0.30	-0.07		0.37	0.05	-0.01	0.11	0.18	-0.10	0.14	-0.06	-0.04	-0.03	-0.08	-0.16	-0.17	0.26	-0.04	-0.07
ROA	0.04	0.49	0.39		0.11	-0.11	0.07	0.34	0.05	0.07	-0.03	-0.02	-0.07	0.02	-0.17	-0.09	0.25	-0.10	-0.14
FCF	0.04	0.14	0.18	0.29		-0.06	0.03	0.06	-0.03	0.02	-0.02	-0.02	0.04	-0.03	-0.17	-0.14	0.16	0.07	-0.03
AGE	0.05	-0.06	-0.12	-0.12	-0.10		-0.13	-0.06	0.16	-0.16	0.05	0.06	0.00	0.03	-0.03	0.01	0.03	-0.04	-0.01
BLOCK	-0.26	-0.12	0.16	0.09	0.03	-0.23		-0.19	-0.47	0.12	-0.14	-0.12	-0.12	-0.11	0.03	-0.05	0.02	0.02	0.00
FRGN	0.62	0.35	0.18	0.33	0.13	-0.02	-0.18		0.27	-0.12	0.25	0.20	0.18	0.26	-0.06	0.02	0.05	-0.04	-0.06
FINANCE	0.40	0.16	-0.11	0.07	-0.03	0.25	-0.43	0.33		-0.27	0.23	0.21	0.11	0.17	-0.04	0.12	0.00	-0.12	-0.04
MANAGER	-0.60	-0.23	0.26	0.02	0.03	-0.12	0.11	-0.34	-0.27		-0.20	-0.19	-0.08	-0.15	0.01	-0.03	-0.02	0.07	0.00
CSR-T	0.40	0.16	-0.06	-0.01	0.00	0.15	-0.15	0.26	0.23	-0.34		0.96	0.39	0.74	-0.03	0.04	0.04	-0.08	-0.03
CSR-E	0.34	0.14	-0.04	-0.01	-0.01	0.13	-0.12	0.21	0.22	-0.30	0.96		0.20	0.54	-0.03	0.03	0.04	-0.08	-0.02
CSR-G	0.30	0.03	-0.05	-0.05	0.05	0.08	-0.12	0.21	0.12	-0.19	0.42	0.24		0.33	-0.02	0.01	0.03	-0.03	-0.05
CSR-S	0.40	0.18	-0.09	0.02	-0.01	0.14	-0.13	0.29	0.18	-0.33	0.73	0.55	0.37		-0.02	0.04	0.00	-0.05	-0.02
START	-0.02	-0.05	-0.16	-0.17	-0.29	-0.05	0.02	-0.07	-0.04	0.00	-0.03	-0.04	-0.03	-0.02		-0.11	-0.27	-0.06	-0.03
GROWTH	0.12	0.00	-0.17	-0.09	-0.39	0.04	-0.05	0.03	0.12	-0.06	0.03	0.03	0.02	0.05	-0.11		-0.70	-0.16	-0.08
MATURE	-0.06	0.09	0.26	0.26	0.43	0.02	0.03	0.05	-0.01	0.02	0.04	0.04	0.03	0.00	-0.27	-0.70		-0.40	-0.19
SHAKEOUT	-0.04	-0.06	-0.05	-0.11	0.10	-0.05	0.01	-0.05	-0.12	0.06	-0.08	-0.08	-0.03	-0.05	-0.06	-0.16	-0.40		-0.04
DECLINE	-0.03	-0.09	-0.07	-0.15	-0.10	0.01	-0.01	-0.07	-0.05	0.00	-0.02	-0.02	-0.05	-0.02	-0.03	-0.08	-0.19	-0.04	

(3) 検証結果

モデル 1 により、ライフサイクルによって開示量に差があるかを検証した。検証の結果、CSR-T で成長期では 1 %水準で有意に CSR の開示量が少なく、成熟期では 1 %水準で有意に開示量が多い。創業期 (START)、変革期 (SHAKEOUT)、衰退期 (DECLINE) では明確な傾向は出なかった(図表 6)。

(図表 6) ライフサイクルによる開示量

		CSR-T											
	Pred. Sign	B	t	B	t	B	t	B	t	B	t	B	t
		-8.252	-3.645 ***	-7.898	-3.504 ***	-8.209	-3.640 ***	-7.873	-3.483 ***	-8.119	-3.594 ***		
ASSET	+	7.864	27.322 ***	7.905	27.515 ***	7.835	27.297 ***	7.831	27.241 ***	7.852	27.312 ***		
PBR	+	-0.129	-0.638	-0.130	-0.642	-0.106	-0.525	-0.116	-0.572	-0.125	-0.614		
LEVERAGE	+	-0.003	-0.398	-0.008	-0.970	-0.008	-0.990	-0.004	-0.489	-0.004	-0.483		
ROA	+	-0.145	-3.955 ***	-0.157	-4.297 ***	-0.174	-4.683 ***	-0.155	-4.209 ***	-0.146	-3.967 ***		
FCF	+	0.000	-1.372	0.000	-2.077 **	0.000	-2.036 **	0.000	-1.456	0.000	-1.570		
AGE	+	0.351	0.692	0.302	0.596	0.287	0.566	0.336	0.663	0.342	0.675		
BLOCK	-	4.379	4.462 ***	4.453	4.544 ***	4.328	4.415 ***	4.321	4.401 ***	4.389	4.472 ***		
FRGN	+	0.625	0.437	0.723	0.506	0.838	0.586	0.699	0.488	0.647	0.452		
FINANCE	-	2.250	1.866 *	2.556	2.119 **	2.263	1.878 *	2.118	1.753 *	2.247	1.863 *		
MANAGER	-	-15.189	-5.248 ***	-14.594	-5.045 ***	-14.368	-4.957 ***	-14.965	-5.165 ***	-15.166	-5.240 ***		
START		0.709	1.221										
GROWTH				-1.170	-4.191 ***								
MATURE						0.920	3.726 ***						
SHAKEOUT								-0.579	-1.405				
DECLINE										0.743	0.945		
N			5465		5465		5465		5465		5465		
R2			0.360		0.362		0.362		0.360		0.360		

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

これらの結果からは、成長期 (GROWTH) では CSR 情報の開示に消極的であり、成熟期 (MATURE) には積極的に CSR 情報を開示していることがわかる。成長期 (GROWTH) は投資案件も多く、開示の中心がそうした分野に重点が置かれるのに対し、成熟期 (MATURE) においては、CSR 情報を積極的に開示することで、企業の見えない価値を投資家などのステークホルダーにアピールする狙いがあると考えられる⁴⁵⁶。

各変数を見ると ASSET が各ライフサイクルとも 1% でプラスに有意であり、資産規模が大きい企業が開示に積極的である。ROA も各ライフサイクルともに 1% でマイナスに有意である。業績が良い企業の方が開示に消極的な結果となった。FCF も成長期、成熟期ではマイナス有意である。株主構成では、BLOCK が 1% 水準でプラスに有意であり、開示につながっている。一方で、MANAGER は 1% 水準でマイナスに有意であり開示にはマイナスの効果を与えている。

⁴ リーマンショックの影響を考慮し、2008年度までと、それ以降の期間に分けて分析を行ったが、結果は大きくは変わらなかった。

⁵ 変数の AGE がライフサイクルの分類と重なっている可能性が考えられる。また FCF は振れ幅が大きいことから、これらの変数を除いて回帰を実施したが、結果は大きくは変わらなかった。

⁶ 回帰式にライフサイクルの5つの変数を同時に入れた分析では、MATURE に対して、GROWTH は 1% 水準で、SHAKEOUT は 10% 水準で開示を行わない結果となった。

(4) 各ライフサイクルでの特徴

各ライフサイクルでの特徴を見た結果では(図表7)、ROA については、成熟期(MATURE)で1%水準でマイナス有意となった。FCF については、変革期(SHAKEOUT)で5%水準でマイナス有意、衰退期(DECLINE)は10%水準でマイナス有意である。これらの結果からは、業績が悪い企業、キャッシュフローに余裕のない企業がむしろCSR情報を開示している可能性が考えられる。

株主構成についてみた場合、BLOCKは成熟期で1%水準でプラスに有意となった。創業期で10%水準であるものの、他の期では有意な結果はない。FINANCEでは成熟期で1%水準でプラスに有意となった。変革期では10%水準でプラスであるものの、他の期では有意な結果はない。これらの結果からは、大株主や金融機関は成熟期に入った企業に対してはCSR情報の開示を促すことで企業価値の向上を促している可能性が考えられるが、他のライフサイクルではその影響は大きくはない。

また、MANAGERは、成熟期(MATURE)、変革期(SHAKEOUT)、衰退期(DECLINE)の各ライフサイクルで1%でマイナス、成長期(GROTH)は10%水準でマイナスに有意である。創業期(START)はマイナスであるものの有意ではない。創業期は経営者がCSR情報の開示に与える影響は相対的に小さいことを示すものであろう。逆に成長期以降では経営者の影響が大きい場合、開示には消極的な傾向がうかがわれる。

(図表7) 各ライフサイクルでの特徴

	CSR-T									
	START		GROWTH		MATURE		SHAKEOUT		DECLINE	
	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値
ASSET	-16.428	-1.251	-7.877	-1.652 *	-10.186	-3.457 ***	-13.479	-1.707 *	-10.651	-0.695
PBR	8.743	5.096 ***	8.014	13.958 ***	7.941	21.193 ***	7.860	6.986 ***	9.875	4.010 ***
LEVERAGE	-1.813	-2.081 **	-0.698	-1.738 *	0.478	1.729 *	-0.451	-0.600	0.658	0.467
ROA	0.032	0.578	0.005	0.247	-0.006	-0.553	-0.012	-0.473	0.084	1.686 *
FCF	-0.087	-0.486	-0.030	-0.379	-0.268	-5.327 ***	-0.084	-0.630	-0.459	-1.681 *
AGE	-0.002	-1.411	0.001	1.116	0.000	-1.063	-0.002	-2.231 **	-0.008	-1.871 *
BLOCK	1.749	0.607	0.486	0.475	0.658	0.983	-0.316	-0.181	-3.633	-1.110
FRGN	9.464	1.836 *	1.859	0.850	5.236	4.152 ***	4.941	1.565	-1.773	-0.289
FINANCE	-7.587	-0.984	4.289	1.442	0.274	0.148	-2.497	-0.471	-14.799	-1.109
MANAGER	-7.741	-1.195	-3.702	-1.487	4.327	2.773 ***	7.647	1.730 *	-3.616	-0.467
	-15.205	-1.106	-12.320	-1.775 *	-11.382	-2.902 ***	-20.278	-2.793 ***	-51.185	-3.169 ***
N	226		1222		3433		465		114	
R2	0.373		0.381		0.359		0.340		0.365	

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

5．追加分析とディスカッション

(1) CSRの開示内容による分析

4節でCSR情報の各ライフサイクルの開示レベルについて見たが、5節ではCSR情報の内容によって開示レベルに差があるかを見たい。CSRの内容は、環境問題から、多くの企業に共通の要求事項があると思われるガバナンス項目だけでなく、幅広い社会性の分野にも及んでいる。

環境情報は創業期、成長期に比べ、成熟期の企業の方が開示内容が多いことが予想され、企業のライフサイクルによって差が大きい。一方でガバナンス情報については、比較的法定に近い内容が多いことからライフサイクルによる差が少ないことが考えられる。さらに社会性に関する分野は、近時開示内容の種類や幅が増加している分野であり、企業によっては戦略的に開示することが考えられる。

ここでは、環境(CSR-E)、社会性(CSR-S)、ガバナンス(CSR-G)の3つの分野から、どの項目が開示レベルに影響を与えているかを見た(図表8、図表9、図表10)。

CSR-Eにおいては、成長期(GROWTH)において、1%水準でマイナス有意、成熟期(MATURE)においても1%水準でプラスに有意となり、CSR-Tと同様の結果となった。

CSR-Sにおいては、成長期(GROWTH)において、5%水準でマイナス有意だが、成熟期(MATURE)においてプラスであるものの有意ではない。他のライフサイクルについても有意なものはない。

CSR-Gにおいては、どのライフサイクルにおいても有意な結果は見られなかった。

これらの結果からは、CSRの内容で見た場合、日本においては環境関連の情報が大きな影響を与えている。一方で、比較的開示項目が一律であるガバナンス項目ではライフサイクルによる差がなく、社会性の項目については、まだ欧州の企業に比べ、明確な戦略が見られないことが理由として考えられる。

(図表 8) CSR の開示内容による検証 (CSR-E)

CSR-E										
	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値
	-19.748	-5.738 ***	-19.263	-5.622 ***	-19.748	-5.761 ***	-19.252	-5.603 ***	-19.611	-5.711 ***
ASSET	9.675	22.111 ***	9.744	22.315 ***	9.635	22.086 ***	9.631	22.041 ***	9.662	22.110 ***
PBR	-0.433	-1.404	-0.436	-1.417	-0.399	-1.297	-0.415	-1.347	-0.428	-1.388
LEVERAGE	-0.003	-0.274	-0.010	-0.842	-0.011	-0.863	-0.004	-0.348	-0.004	-0.341
ROA	-0.204	-3.643 ***	-0.220	-3.967 ***	-0.246	-4.370 ***	-0.216	-3.864 ***	-0.203	-3.628 ***
FCF	0.000	-0.433	0.000	-1.111	0.000	-1.071	0.000	-0.484	0.000	-0.585
AGE	0.577	0.749	0.504	0.655	0.481	0.624	0.558	0.724	0.567	0.735
BLOCK	6.792	4.553 ***	6.909	4.638 ***	6.714	4.506 ***	6.712	4.497 ***	6.809	4.564 ***
FRGN	0.754	0.346	0.894	0.412	1.074	0.494	0.851	0.391	0.775	0.356
FINANCE	2.710	1.478	3.193	1.741	2.736	1.494	2.529	1.377	2.712	1.479
MANAGER	-26.048	-5.921 ***	-25.129	-5.715 ***	-24.773	-5.623 ***	-25.739	-5.844 ***	-26.019	-5.914 ***
START	0.882	0.999								
GROWTH			-1.823	-4.293 ***						
MATURE					1.436	3.828 ***				
SHAKEOUT							-0.808	-1.290		
DECLINE									1.183	0.990
N		5465		5465		5465		5465		5465
R2		0.32		0.322		0.322		0.32		0.32

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表 9) CSR の開示内容による検証 (CSR-S)

CSR-S										
	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値
	-21.897	-8.203 ***	-21.580	-8.111 ***	-21.750	-8.172 ***	-21.582	-8.098 ***	-21.775	-8.176 ***
ASSET	8.457	24.920 ***	8.473	24.987 ***	8.431	24.887 ***	8.428	24.865 ***	8.446	24.919 ***
PBR	0.314	1.313	0.317	1.325	0.329	1.377	0.325	1.358	0.319	1.333
LEVERAGE	-0.012	-1.272	-0.015	-1.606	-0.015	-1.552	-0.013	-1.358	-0.013	-1.350
ROA	-0.105	-2.430 **	-0.115	-2.656 ***	-0.122	-2.778 ***	-0.113	-2.599 ***	-0.105	-2.419 **
FCF	-0.001	-3.699 ***	-0.001	-4.157 ***	-0.001	-4.076 ***	-0.001	-3.850 ***	-0.001	-3.906 ***
AGE	0.407	0.681	0.372	0.622	0.370	0.619	0.394	0.658	0.399	0.666
BLOCK	3.850	3.327 ***	3.894	3.366 ***	3.822	3.304 ***	3.817	3.297 ***	3.864	3.340 ***
FRGN	0.049	0.029	0.128	0.076	0.175	0.104	0.109	0.064	0.068	0.040
FINANCE	1.036	0.729	1.220	0.856	1.031	0.725	0.957	0.672	1.037	0.730
MANAGER	-6.575	-1.927 *	-6.193	-1.813 *	-6.165	-1.802 *	-6.446	-1.887 *	-6.550	-1.920 *
START	0.759	1.109								
GROWTH			-0.733	-2.223 **						
MATURE					0.445	1.526				
SHAKEOUT							-0.300	-0.618		
DECLINE									0.991	1.069
N		5465		5465		5465		5465		5465
R2		0.278		0.279		0.279		0.278		0.278

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(図表 10) CSR の開示内容による検証 (CSR-G)

CSR-G										
	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値
	32.218	23.629 ***	32.291	23.751 ***	32.240	23.714 ***	32.354	23.769 ***	32.314	23.754 ***
ASSET	2.998	17.294 ***	2.999	17.307 ***	2.990	17.283 ***	2.986	17.251 ***	2.988	17.262 ***
PBR	0.129	1.056	0.130	1.065	0.134	1.099	0.134	1.096	0.132	1.080
LEVERAGE	0.005	1.032	0.004	0.903	0.004	0.809	0.005	0.995	0.005	0.987
ROA	-0.059	-2.665 ***	-0.061	-2.764 ***	-0.065	-2.917 ***	-0.062	-2.822 ***	-0.062	-2.799 ***
FCF	0.000	0.035	0.000	-0.138	0.000	-0.213	0.000	0.041	0.000	-0.056
AGE	-0.149	-0.488	-0.156	-0.511	-0.163	-0.535	-0.154	-0.504	-0.153	-0.502
BLOCK	-0.393	-0.666	-0.386	-0.654	-0.405	-0.685	-0.419	-0.709	-0.402	-0.680
FRGN	1.113	1.290	1.129	1.310	1.160	1.345	1.139	1.322	1.131	1.312
FINANCE	2.535	3.490 ***	2.564	3.523 ***	2.536	3.493 ***	2.477	3.404 ***	2.522	3.472 ***
MANAGER	0.334	0.192	0.400	0.230	0.509	0.291	0.434	0.249	0.340	0.195
START	0.191	0.548								
GROWTH			-0.123	-0.733						
MATURE					0.194	1.305				
SHAKEOUT							-0.271	-1.092		
DECLINE									-0.355	-0.750
N		5465		5465		5465		5465		5465
R2		0.410		0.410		0.411		0.411		0.410

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

(2) 細分化したライフサイクルの分析

本稿の分析では、Dickinson(2011)に基づいてライフサイクルで5つに分類して分析を行った。一方で、キャッシュフローで分類を行った場合、変革期 (SHAKEOUT) はさらに3つのパターンに、衰退期 (DECLINE) はさらに2つのパターンに細分化できる。そのため、細分化したライフサイクルにおいても同様に検証を行った。

検証の結果、衰退期 (DECLINE) の図表1の7 (CFI、CFF がプラス、CFO がマイナス) が5%水準でプラスに有意となった。企業として経営状況が厳しいことから、開示を積極的に実施している可能性がある。他のライフサイクルでは有意なものはなかった(図表 11)。

(図表 11) 細分類したライフサイクルの開示レベル

CSR-T										
	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値	B	t 値
	-7.908	-3.500 ***	-8.038	-3.559 ***	-8.023	-3.553 ***	-8.118	-3.597 ***	-8.007	-3.544 ***
ASSET	7.833	27.248 ***	7.844	27.291 ***	7.842	27.290 ***	7.849	27.323 ***	7.840	27.269 ***
PBR	-0.118	-0.582	-0.123	-0.604	-0.120	-0.593	-0.119	-0.585	-0.121	-0.595
LEVERAGE	-0.004	-0.508	-0.004	-0.491	-0.004	-0.472	-0.003	-0.404	-0.004	-0.482
ROA	-0.152	-4.140 ***	-0.150	-4.096 ***	-0.152	-4.133 ***	-0.148	-4.033 ***	-0.152	-4.118 ***
FCF	0.000	-1.397	0.000	-1.577	0.000	-1.608	0.000	-1.532	0.000	-1.575
AGE	0.339	0.669	0.340	0.670	0.340	0.670	0.338	0.666	0.338	0.667
BLOCK	4.315	4.392 ***	4.374	4.456 ***	4.378	4.461 ***	4.360	4.445 ***	4.363	4.445 ***
FRGN	0.696	0.486	0.664	0.464	0.667	0.466	0.677	0.473	0.676	0.472
FINANCE	2.147	1.778 *	2.230	1.849 *	2.209	1.831 *	2.213	1.836 *	2.218	1.839 *
MANAGER	-15.107	-5.219 ***	-15.164	-5.226 ***	-15.100	-5.213 ***	-15.253	-5.271 ***	-15.180	-5.244 ***
SHAKEOUT4	-0.616	-1.271								
SHAKEOUT5			-0.024	-0.011						
SHAKEOUT6					-0.416	-0.570				
DECLINE7							2.686	2.099 **		
DECLINE8									-0.415	-0.426
N		5465		5465		5465		5465		5465
R2		0.360		0.360		0.360		0.360		0.360

(注) ***1%有意、**5%有意、*10%有意

6. 結論

本稿では、企業のライフサイクルによって開示レベルに差があるかを検証した。検証の結果、ライフサイクルによって開示レベルに差があり、特に成長期（GROWTH）においては開示に消極的、成熟期（MATURE）においては積極的であることが示された。CSR情報の開示について、今までは企業のライフサイクルにかかわらず、一律に議論されることが多かったが、開示レベルに差があることがわかったことで、企業の開示戦略を議論する際に、新たな視点を加えることができた。さらに成熟期（MATURE）においては、業績が好調でない企業ほど開示を行っている。さらに変革期（SHAKEOUT）や衰退期（DECLINE）においては、フリーキャッシュフローの少ない企業ほど開示を実施していることが示された。CSRの開示が財務数値を補う目的で開示されている可能性が考えられる。さらにCSRの内容では環境分野の影響が大きく、社会性分野の影響は限定的であった。日本企業のCSR開示が戦略的なレベルに達していない可能性がある。今後、CSRの進展によって社会性の分野に影響を与える可能性がある。社会性分野の開示が進展している欧州企業などとの国際比較が必要となるが、これについては今後の課題としたい。

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

- Auzair, SM, and K.Langfield-Smith. 2005. The effect of service process type, business strategy and life cycle stage on bureaucratic MCS in service organizations. *Management Accounting Research* 16(4):399-421.
- Dickinson, V. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86:1969-1994.
- Diebecker, J., C.Rose, and F.Sommer. 2017. Corporate Sustainability Performance over the Firm Life Cycle. AAA Annual Meeting.
- 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.
- Kallunki, J., and H. Silvola. 2008. The effect of organizational life cycle stage on the use of activity-based costing. *Management Accounting Research* 19 :62-79.
- 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.
- Miller, D., and PH,Friesen. 1984. A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science* 30:1161-1183.
- Tanimoto, K., and K.Suzuki. 2005. Corporate social responsibility in Japan: analyzing the participating companies in global reporting initiative, EIJS (Stockholm School of Economics) working paper series 208.
- Tanimoto, T. 2013. Corporate social responsibility and management process in Japanese corporations. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable. Development*. 9(1):10-25.
- 井上昌美. 2013. 「CSR 活動情報の開示がステークホルダーによる企業評価に及ぼす影響に関する研究～従業員と株主に着目して～」『日本経営倫理学会誌』20：67-80.
- KPMG あずさサステナビリティ. 2011. 「CSR 報告に関する国際調査」.

- 小西範幸 . 2008. 「財務報告におけるリスク情報開示の基本的枠組み」 『会社法におけるコーポレート・ガバナンスと監査』 日本監査研究学会リサーチ・シリーズ□ . 同文館出版 .
- 財務会計基準機構 . 2005. 「有価証券報告書における『事業等のリスク』等の開示実態調査」 .
- 鈴木裕・小黒由貴子・山口渉・水口花子・横塚仁士 . 2011. 「ESG 情報開示の現状と課題～情報を有効に活用する視点から～」 『大和総研調査季報』 1 : 26-51 .
- 中野貴之 . 2010. 「財務諸表外情報の開示実態—事業等のリスクおよび MD&A の分析」 『財務諸表外情報の開示と保証』 山崎秀彦編著 財務諸表外情報の開示と保証 ナラティブ・レポーティングの保証 . 同文館出版 .
- 野田健太郎 . 2013. 『BCP による企業分析』 中央経済社
- 野田健太郎 . 2016. 「有価証券報告書における定性情報の分析と活用」 『経済経営研究』 37(1).
- 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
- 林順一 . 2014. 「日本企業の CSR 情報開示の決定要因分析についての一考察—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—」 『日本経営倫理学会誌』 21 : 235-244.
- 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 .
- 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.
- 森浩気 . 2016. 「組織のライフサイクル概念を用いた管理会計研究の現状と展望」 『慶應商学論集』 29(1) : 35-52.
- 與三野禎倫 . 2012 . 「財務と非財務の統合による経営と開示のダイナミズム」 『企業会計』 64(6) : 46-55 .