

*** レポート ***

経営理念と株主資本コスト

～ 企業による様々なステークホルダーへの配慮は株主の要求収益率を低下させるか ～

社会システム研究所 CSR 調査室 曾我 昂平

要 約

企業は一般に、様々なステークホルダー（株主、従業員、消費者、取引先、社会、環境等）と何らかの関わりを持っている。従って、企業が自らの価値を高めるためには、株主だけではなく、様々なステークホルダーへの配慮も必要となる。一方、企業がこのような経営姿勢を持つことは、企業の不祥事を抑制し、社会問題に発展することを未然に防ぐことになり、企業のリスクを低減させると考えられる。その場合、株主としてのリスクも低減することから、株主資本コスト（株主が出資した見返りに要求する収益率）は低下すると考えられる。この点を確認するために、本稿では企業の経営理念にはステークホルダーへの配慮が表れていると仮定し、経営理念と株主資本コストの関係を分析する。ここで、企業がどのステークホルダーに配慮しているかは、決算短信の経営方針の中に、どのステークホルダーに関連するキーワードが含まれているかによって判断する。

分析の結果、ステークホルダーのうち株主のみに配慮する企業では、明らかに株主資本コストが低い傾向が確認された。次に、株主に加えて他のステークホルダーにも配慮する企業についてみると、有意水準は低下するものの、株主資本コストが低い傾向がみられた。その一方、株主を含む全てのステークホルダーへの配慮がみられない企業においては、有意水準は低いものの、株主資本コストが高い傾向が確認された。これらの結果は、株主および株主以外のステークホルダーにも配慮するような企業の経営姿勢が、株主資本コストを低下させる可能性があることを示すものと考えられる。

目次

1. はじめに
2. 分析方法とデータ
 - 2.1 株主資本コストの推定方法
 - 2.2 分析方法
 - 2.3 分析データ
3. 分析結果
4. まとめ

1. はじめに

企業は一般に、様々なステークホルダー（株主、従業員、消費者、取引先、社会、環境等）と何らかの関わりを持っている。従って、企業が自らの価値を高めるためには、株主だけではなく、様々なステークホルダーへの配慮も必要となると考えられる。そして、このような企業のステークホルダーに対する姿勢は、経営理念にみることができる。概して、経営理念は、企業の目的やステークホルダーに求める行動の規範を表すものであり、経営理念の中でステークホルダーの利益に言及することは、「その会社がステークホルダーのうち、誰のために経営しているのか」（広田，2012）を意味するからである。

このような見地から、広田（2012）は、各企業の経営理念において、株主、従業員、顧客、取引先、地域社会の5つをステークホルダーとして取り上げ、各ステークホルダーへの利益や満足が企業の目標として言及されているかを調べた結果、様々なステークホルダーの利益や満足を目標に経営されていることを明らかにしている。その一方、株式投資収益率、ROE等の株主の利益指標と他のステークホルダーの利益や満足の間には、負の相関があることを示している。これらの分析結果は、他のステークホルダーの利益や満足を高めることが、必ずしも株主の利益を高めるわけではないことを示すものである。しかしながら、このことは、直ちに上述の経営姿勢が否定されることを意味しない。なぜなら、企業が株主以外のステークホルダーに対する配慮を欠く経営姿勢を持つ場合には、結果として、企業不祥事を発生させ、社会問題に発展することを通じて株主価値を毀損する恐れがあるからである。換言すると、株主の利益だけではなく、株

主が内包するリスク（企業のリスク）に注意することが重要となる。

本稿では、このような問題意識に立ち、ステークホルダーに対する企業の配慮が経営理念に表れていると仮定し、経営理念と株主資本コストの関係を分析する。株主資本コストは、株主が出資した見返りに要求する収益率として定義される。従って、企業が各ステークホルダーに対して適切に配慮した経営を行った結果、企業のリスクが低減するのであれば、株主資本コストも低下することが予想される。この点を実証的に確かめることが本稿の目的である。本稿は、以下のように構成される。2章では、資本コストを推定するためのモデルと分析で使用するデータについて説明する。続いて3章では、経営理念と資本コストの関係について分析を行う。4章では本稿の総括と今後の課題について述べる。

2. 分析方法とデータ

2.1 株主資本コストの推定方法

本節では、株主資本コストの推定方法について述べる。株主資本コストは、須田ら（2004）に依拠して、2期間の残余利益モデルを用いて推計する。これは、利用可能な予想データが2期先にまで限られることによるものである。従って、2期先の利益がそれ以降にわたって永続するものと仮定する。以上のような定式化の下では、株価は次式で表される。

$$P_t = b_t + \frac{E_t[x_{t+1}^a]}{1+r} + \frac{E_t[x_{t+2}^a]}{(1+r)r} \dots (1)$$

P_t : 時点 t における株価

b_t : 時点 t における1株当たりの自己資本の簿価

x_t^a : t 期の1株当たりの異常利益 ($x_t^a \equiv x_t - rb_{t-1}$ により算定)

x_t : t 期の1株当たり利益

r : 時点 t における株主資本コスト

ここで、クリーンサープラス関係¹を用いると、上式は以下のように書き直せる。

$$P_t = \frac{d(1)_t}{1+r} + \frac{f(2)_t}{(1+r)r} \quad \dots (2)$$

本稿では、時点 t における株価 P_t と、1 期先の配当予想 $d(1)_t$ 、及び 2 期先の利益予想 $f(2)_t$ を所与として、企業の株主資本コスト r を推計する。

2.2 分析方法

株主資本コストを被説明変数とした上で、企業のステークホルダーに対する配慮の代理変数であるステークホルダーダミー変数の係数 (β_1) を最小二乗法 (Ordinary Least Square : OLS) を用いて推定する。

株主資本コストは、経営理念以外の要因によっても変化すると考えるのが一般的である。そのような要因をコントロールするために、本稿では以下の変数を加えた回帰分析を行う。具体的には、企業のリスク、割安度 (バリュウファクター)、企業規模、財務状況、業種を考慮するために、ヒストリカル・ベータ、簿価時価比率、資産合計、レバレッジ、東証 33 業種ダミーをコントロール変数として加える。なお、ステークホルダーダミー変数は、計測時期による影響を受けないため、その他の変数は各企業の分析期間における平均値を用いる。

¹ 損益計算書で計算される最終利益 (当期純利益) と貸借対照表上の純資産の増減が一致する関係のこと。

$$r_i = \alpha + \beta_1 SD_i + \beta_2 Beta_i + \beta_3 BM_i + \beta_4 \ln A_i + \beta_5 LV_i + \theta_1 ID_i \quad \dots (3)$$

r_i : 銘柄 i の株主資本コストの推定値

SD_i : 銘柄 i のステークホルダーダミー変数 (理念該当企業: 1、理念非該当企業: 0)

(コントロール変数)

$Beta_i$: 銘柄 i のヒストリカル・ベータ

BM_i : 銘柄 i の簿価株価比率 (Book to Market、自己資本/時価総額)

A_i : 銘柄 i の資産合計

LV_i : 銘柄 i のレバレッジ (負債合計/時価総額)

ID_i : 銘柄 i の東証33業種ダミー変数 (該当業種企業: 1、非該当業種企業: 0)

(感応度)

β_1, β_2, \dots : 各変数に対する感応度

θ_1 : 東証33業種ダミー変数に対する感応度

2.3 分析データ

続いて、分析に用いるデータについて説明する。まず、取得するデータの範囲について述べる。次に、株主資本コストの推定値を算出するために用いる株価データと利益予想データ、ステークホルダーダミー変数の作成方法、コントロール変数について述べる。

(取得するデータの範囲)

分析に用いるデータは、決算短信において経営理念に関する情報が取得可能な2006年から2012年までのサンプルである。分析対象となるサンプルは、一般事業会社のうち3月決算企業であり、分析で使用するデータに欠損がない企業とする²。

(株価データと利益予想データ)

株主資本コストの推定に用いる株価データは、3月決算企業の業績・配当予想が発表

² なお、分析で使用するデータのうち、ヒストリカル・ベータについては最低2年分の算出が可能であれば分析対象に含める。

されるタイミングを考慮して、6月末の値を用いる。利益予想データは、東洋経済新報社が予想する経常利益を用いる。クリーンサープラス関係式を厳密に適用するならば、本来であれば、株主資本コストの推定には当期純利益を用いるべきである（須田ら、2004）。しかし、当期純利益には持続性に問題がある特別損益が含まれており、ターミナル・バリュー³の算定において仮定した「2期先以降の予想利益が永続する」ことと整合しないと考えられることから、ここでは経常利益を用いることにする。具体的には、税率を一律50%と仮定し、予想経常利益×（1-税率）として予想利益を計算する。

（ステークホルダーダミー変数の作成方法）

ステークホルダーに対する配慮の有無を確認するために、決算短信における「会社の経営の基本方針」の開示情報を取得する。その際、企業が過去に公表した内容と重要な変更がないとして開示を省略するケース、文意から経営理念ではないと判断されるケース⁴、開示内容が時間の経過と共に変化するケースがあるため、経営理念とみなすことが妥当でない場合がある。そこで、以下のプロセスによって経営理念に関する開示データを補完する。まず、開示が省略される場合には、過去の決算短信の経営理念に関する開示情報で代替する。また、文意から経営理念でないと判断されるケースについては、別途、企業のホームページから経営理念の開示情報を取得する。さらに、2006年と2012年の経営理念を比較して、図表1に示すステークホルダーに関するキーワードの含有状況に変化がある企業を分析対象から除外する⁵。図表1に示すステークホルダーは、広田（2012）に依拠している。

次に、経営理念の開示情報におけるステークホルダーに関するキーワードの含有状況を調べることにより、ステークホルダーダミー変数を作成する。ステークホルダーダミー変数の作成方法を図表2に示す。参考のため、本稿で使用する分析データと広田（2012）が用いた分析データの比較を図表3に示す。

³ ターミナル・バリューとは、企業等の生み出す将来のキャッシュフローに基づきその価値を計算する際に、個別にキャッシュフローの試算ができない期間以降について仮定を置いて算定する永続価値のこと。

⁴ コーポレートアクションを行った企業がその目的や期待される効果等を述べるケース、業績が悪化した場合に今後の経営方針を述べるケース、グローバル企業等が経営計画を述べるケース等がある。

⁵ これらの手続きにより、分析で用いる最終的なサンプルサイズは236社となる。なお、利用可能な経営理念データについては、2006年時点で1,242社、2012年時点で1,536社であるため、サンプルが限定される点に注意が必要である。

(コントロール変数)

コントロール変数のうち、ヒストリカル・ベータについては、TOPIX を市場収益率とした上でベータ値を推計する。また、推計期間は、株主資本コストの算出時点である毎年6月末から起算して過去60カ月とする。その他のコントロール変数は、有価証券報告書に公表される財務データを用いて算出する。

図表1 各ステークホルダーに関するキーワード

| ステークホルダー | キーワード | | | | | | |
|----------|-------|--------|--------|----|------|------|--------|
| ①株主 | 株主 | 株式 | 投資家 | | | | |
| ②従業員 | 従業員 | 社員 | 販売員 | 職員 | 働き甲斐 | 働きがい | チームワーク |
| ③顧客 | 客 | 消費者 | クライアント | | | | |
| ④取引先 | 取引先 | 取引先 | 取引先 | | | | |
| ⑤地域社会 | 地域 | コミュニティ | 市民 | | | | |

(NFI 作成)

図表2 ステークホルダーダミー変数の定義

| ステークホルダーダミー変数 | 定義 | 観測数 |
|-------------------------|--------------------------------------|-----|
| a. 株主のみ | 「①株主」が含まれ、かつ②～⑤のいずれも含まれない場合:1、それ以外:0 | 3 |
| b. 株主+その他のステークホルダー | 「①株主」が含まれ、かつ②～⑤のいずれかが含まれる場合:1、それ以外:0 | 76 |
| c. 株主以外(その他のステークホルダー)のみ | 「①株主」が含まれず、②～⑤のいずれかが含まれる場合:1、それ以外:0 | 109 |
| d. 無し | ①～⑤のいずれも含まれない場合:1、それ以外:0 | 48 |

(NFI 作成)

図表3 経営理念での各ステークホルダーの言及状況⁶

| | 株主 | 従業員 | 顧客 | 取引先 | 地域社会 | サンプルサイズ |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 日本(1986) | 13.4% | 44.5% | 55.5% | 13.4% | 13.4% | 119 |
| 日本(1992) | 11.7% | 36.4% | 76.0% | 7.1% | 15.2% | 283 |
| 日本(1998) | 16.4% | 44.3% | 83.1% | 8.2% | 14.9% | 402 |
| 日本(2004) | 23.1% | 41.3% | 85.6% | 10.5% | 15.6% | 550 |
| NFI日本(2006) | 29.5% | 37.4% | 67.6% | 10.6% | 27.6% | 1242 |
| 今回の分析データ(2006-2012) | 33.5% | 32.2% | 68.6% | 13.1% | 18.6% | 236 |
| NFI日本(2012) | 42.4% | 37.0% | 70.7% | 14.7% | 28.7% | 1556 |
| アメリカ(1998) | 56.6% | 47.2% | 84.5% | 13.1% | 26.5% | 528 |

網掛け部分の「NFI日本(2006)」「今回の分析データ(2006-2012)」「NFI日本(2012)」以外は広田(2012)よりの引用。

(NFI 作成)

⁶ 広田(2012)では、経営理念には日本生産性本部編「ミッション経営理念」第1版から第4版(日本)とCorporate Statements: The Official Missions, Goals Principles and Philosophies of Over 900 Companies (P.Haschak 著, McFarland & Company) (アメリカ)のものを用い、その中から上場企業でないものや、成員の資質や行動についての規範のみが含まれているものは除いている。また、文脈より各ステークホルダーの利益を企業目的としていると判断されるものをカウントしている。

3. 分析結果

分析で用いるサンプルの記述統計量を図表4に示す。図表5は第2章第2節で示した(3)の回帰式に基づいた分析の結果を示したものである。説明変数にあたるステークホルダーダミー変数(SD_i)として、モデル1では図表2のaからcの3つを採用している。また、モデル2以降ではそれぞれ1つの説明変数を用いている。モデル2はaを、モデル3はbを、モデル4はcを、モデル5はdを説明変数としている。

モデル1の分析結果をみると、ステークホルダーダミー変数のうち、「a. 株主のみ」の推計値は-0.016と有意にマイナスとなっている。従って、株主に対して配慮を行う企業の株主資本コストは低い傾向が確認できる。その他のステークホルダーダミー変数についてみると、有意水準は低下するものの、「b. 株主+その他のステークホルダー」の推計値は-0.005とマイナスとなっている。すなわち、株主に加えてその他のステークホルダーに対する配慮を行うことは、株主のみに対して配慮するケースに比べて効果は弱いものの、資本コストが低下する可能性があることが確認される。しかしながら、モデル3の分析結果をみると、推計値は-0.001に低下することから、モデル1の分析結果に対する解釈には注意が必要である。その一方、モデル5の分析結果をみると、株主を含む全てのステークホルダーに対する配慮がみられない企業においては、有意水準は低いものの、株主資本コストが高い傾向が確認された。これらの結果は、株主および株主以外のステークホルダーに対して適切に配慮するような企業の経営姿勢が、株主資本コストを低下させる可能性があることを示している。

図表4 記述統計量

| | サンプル サイズ | 平均 | 標準偏差 | 最大値 | 最小値 |
|--------------------|-------------|-------|------|-------|------|
| 株主資本コスト | 236 | 0.06 | 0.02 | 0.14 | 0.01 |
| ステークホルダーダミー変数 | | | | | |
| a. 株主のみ | 236 | 0.01 | 0.11 | 1.00 | 0.00 |
| b. 株主+その他のステークホルダー | 236 | 0.32 | 0.47 | 1.00 | 0.00 |
| c. 株主以外のみ | 236 | 0.46 | 0.50 | 1.00 | 0.00 |
| d. 無し | 236 | 0.20 | 0.40 | 1.00 | 0.00 |
| ヒストリカル・ベータ | 236 | 0.85 | 0.40 | 2.11 | 0.08 |
| 自己資本/時価総額 | 236 | 1.18 | 0.61 | 4.20 | 0.13 |
| ln(資産合計) | 236 | 11.45 | 1.74 | 17.23 | 7.13 |
| 負債合計/時価総額 | 236 | 1.65 | 1.80 | 11.39 | 0.05 |

(NFI 作成)

図表5 重回帰分析の結果

| 被説明変数:株主資本コスト | モデル1 | モデル2 | モデル3 | モデル4 | モデル5 |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ステークホルダーダミー変数 | | | | | |
| a. 株主のみ | -0.016 *** (-2.82) | -0.012 ** (-2.22) | | | |
| b. 株主+その他のステークホルダー | -0.005 * (-1.66) | | -0.001 (-0.50) | | |
| c. 株主以外のみ | -0.005 (-1.59) | | | -0.001 (-0.51) | |
| d. 無し | | | | | 0.005 * (1.74) |
| ヒストリカル・ベータ | 0.016 *** (3.82) | 0.015 *** (3.76) | 0.016 *** (3.80) | 0.016 *** (3.85) | 0.016 *** (3.95) |
| 自己資本/時価総額 | 0.002 (0.71) | 0.002 (0.70) | 0.002 (0.78) | 0.002 (0.72) | 0.002 (0.78) |
| ln(資産合計) | -0.003 *** (-3.97) | -0.003 *** (-3.84) | -0.003 *** (-3.90) | -0.003 *** (-3.89) | -0.003 *** (-4.09) |
| 負債合計/時価総額 | 0.006 *** (7.62) | 0.006 *** (7.51) | 0.006 *** (7.49) | 0.006 *** (7.56) | 0.006 *** (7.48) |
| 定数項 | 0.080 *** (6.68) | 0.073 *** (6.31) | 0.074 *** (6.34) | 0.075 *** (6.34) | 0.075 *** (6.44) |
| 自由度調整後決定係数 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.39 |
| 使用サンプル数 | 236 | 236 | 236 | 236 | 236 |

(注1)***は有意水準1%未満、**は有意水準5%未満、*は有意水準10%未満を満たしている。

(注2)東証33業種ダミー変数の係数は示していない。括弧内はt値を表す。

(NFI 作成)

4. まとめ

本稿では、ステークホルダーに対する企業の配慮が経営理念に表れていると考え、経営理念と株主資本コストの関係を分析した。分析の結果、株主のみに配慮する企業では株主資本コストが低い傾向が確認された。さらに、株主に加えて他のステークホルダーに対して配慮する企業においても、株主資本コストが低い可能性が示唆された。その一方、株主を含む全てのステークホルダーに対する配慮がみられない企業においては、株主資本コストが高い傾向がみられた。これらの結果は、株主および株主以外のステークホルダーに対して適切に配慮するような企業の経営姿勢が、株主資本コストを低下させる可能性があることを示すものと考えられる。

最後に、分析の課題について述べる。第一に、分析に用いたサンプルサイズが限られる点が挙げられる。本稿では決算短信から取得したデータを経営理念として用いたが、その内容は企業によっては毎年更新されるケースもあり、利用可能なデータが限られる。この点については、経営理念の収集方法を検討する必要がある。第二に、サンプルに含

まれるノイズの問題が考えられる。本稿ではステークホルダーに関するキーワードが経営理念に含まれていれば、ステークホルダーに対して配慮していると判断した。しかし、経営理念を精査し、ステークホルダーに対する配慮と思われる表現が含まれているか判断することで分析の精度が高まる可能性がある。これらの点は、今後の検討課題とした。

参考文献

須田一幸（2004）『ディスクロージャーの戦略と効果』,森山書店

広田真一（2012）『株主主権を超えて』,東洋経済新報社

El Ghouli, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok and D. Mishra. (2010) "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?," *Journal of Banking & Finance* 35, 2388-2406.