

国際マネジメント研究

第6巻 2017年3月

ドイツのCSR —なぜドイツはCSR後進国と言われるのか— …… 林 順一 (1)

(2016年度 国際マネジメント研究科 研究奨励賞 受賞論文)

日本市場における気質効果と企業属性についての一考察 …… 松崎 繭香 (21)

A B S
Aoyama Business School

青山学院大学大学院国際マネジメント学会
国際マネジメント学術フロンティアセンター

ドイツの CSR —なぜドイツは CSR 後進国と言われるのか—

CSR in Germany: Why Germany is Considered a Latecomer to CSR

林 順一
Junichi Hayashi

(論文要旨)

本稿では、ドイツの CSR の特徴とドイツが CSR 後進国と言われる理由について検討した。まずドイツの CSR の特徴について、英米とは異なるドイツ特有の企業体制の変遷を辿り、特にコーポレートガバナンス (CG) と関連づけながら検討した。そして英米の CG や CSR の概念が社会経済のグローバル化の中でドイツにも影響を及ぼしてきたが、ドイツにはもともと独自の堅固な考え方、枠組みが存在していたことから、その本質的特徴はなお維持されていることを指摘した。

次にドイツが CSR 後進国と言われる理由として、ドイツでは伝統的に、社会保障は国家の役割であり、企業の役割は高い社会保障関係費用や税金を負担することであると考えられ実践されてきたことから、企業が英米的な CSR を行う必要性和意欲に乏しかった点を指摘した。なお、今後は国際的な市民社会からの圧力が増大することが見込まれることから、ドイツ企業も、現在よりは CSR 活動に積極的に関与すると考えられることも合わせて指摘した。

(Abstract)

The study examines the features of Germany's corporate social responsibilities and the reason why Germany is considered a latecomer to corporate social responsibility (CSR). The study first examines the features of CSR in Germany in relation to the transition of German business system and German Corporate Governance (CG). As Germany has a strong and unique business culture, it has not been significantly affected by the influence of the American and British concepts of CG and CSR. In addition, the study points out the following reason why Germany is late to adopt CSR. As social welfare is traditionally regarded as the responsibility of the government, and bearing costs and paying taxes are the responsibilities of corporations in Germany, German companies do not feel the necessity nor have the willingness to implement CSR. Nevertheless, with increasing pressure from international non-governmental organizations, the German corporations are expected to be much more involved in CSR activities in future.

1 はじめに

ドイツは伝統的に、ステークホルダー全体の利益を極めて重視する国である。一方でドイツは、ステークホルダーの利益を尊重する CSR（企業の社会的責任）の後進国と言われる¹。ではなぜ、ドイツは CSR の後進国と言われるのであろうか。本稿ではこの課題を解明するため、ドイツの企業体制の変遷を辿り、特にコーポレートガバナンス（以下「CG」という）と関連づけながら、ドイツの CSR について検討する。なお本稿は、各国の研究者の積重ねられた研究成果の一部を再構成し、一つの仮説を提示することを企図したものである。

個別企業の行動には、その企業を取り巻く社会の制度、仕組みや文化によって大きく影響を受ける面がある。多国籍企業の場合には、本社所在地の制度等が当該企業の行動に大きな影響を与えていることが良く観察される²。本稿ではこのような企業活動に主たる制度的土台を提供するものを「企業体制」³と呼び、英国や米国（以下「英米」という）と大きく異なるドイツの企業体制と関連づけながら、ドイツの CSR を検討する。また、CG と CSR はともに企業のあり方や行動指針に大きな影響を及ぼすものであり、企業が社会に受け入れられるために行う、企業による相互補完的な対応であると位置づけられることから⁴、ドイツの CG と関連づけながらドイツの CSR を検討する。CG と CSR については、英米と比較することによって、ドイツの特徴を浮き彫りにすることとしたい。

本稿の構成は以下の通りである。まず第 2 章で英米とドイツの CG と CSR を比較し、ドイツの CSR の特徴を明らかにする。第 3 章ではドイツの企業体制の変遷と、それが CG と CSR の考え方に与えた影響を検討する。第 4 章ではドイツの CSR の最近の動向として、欧州連合（EU）の非財務情報開示規制に対する対応について検討する。そして第 5 章で、ドイツの CSR の特徴とドイツが CSR の後進国と言われる理由を纏める。

2 CG と CSR ～英米とドイツの比較～

CG や CSR という用語をもって表現される具体的な事象については、資本主義経済の成長とともに企業に対する期待・要請が高まる中で、各国で明示的又は暗黙的な対応がなされてきたと言える⁵。但し、それぞれの国は、その社会・文化的背景や資本主義の発展の経緯が異なることから⁶（経路依存性）、具体的な対応については各国がそれぞれ独自の形態を採用してきた⁷。

現在の CG や CSR の概念は英米で生まれ、英米で形作られたもので、英米の企業体制を前提としたものである⁸。そしてこの概念が、グローバル化の進展の中で、ドイツにも影響を及ぼしてきた。但しドイツでは、ドイツ独自の堅固な考え方・枠組みが存在していたことから、後に詳しく検討するように、英米の影響はドイツの既存の CG や CSR に対する考え方を大きく変革するには至っていない⁹。

ここで英国と米国の枠組みを合わせてドイツの枠組みと比較検討する理由について説明する。英国と米国の企業体制やCG, CSRの概念が全く同じというわけではない¹⁰。しかし、英国と米国では、企業の目的は株主利益の最大化にあるとするなど共通点が多く、ドイツの考え方とは大きく異なる。そこでドイツのCSRの特徴を明確にするという本稿の目的に照らし、本稿では両者を纏めてドイツの枠組みと対峙する英米の枠組みとして分析する。

まず英米のCG及びCSRについて検討する。英米においては、企業の目的は株主利益の最大化にある¹¹。そしてCGの主体として株主（機関投資家）と経営者を想定し、CGの目的は株主利益の最大化のために経営者を規律することにあるとする。企業がCSRを行うのは主として以下の2つの理由による。第1は株主有限責任や外部不経済の代償として、企業には株主以外のステークホルダーに対する責任があるという考え方に基づくものである。第2は企業がCSR活動を行うことによって、企業パフォーマンスが向上するという考え方によるものである¹²。また企業がCSR活動を行う背景には、強力な市民社会(NGOs, NPOs)の存在がある（企業がCSR活動を行わないと、不買運動等により企業の収益面で悪影響がもたらされる懸念が生じる）。また英米では市場を通じた解決を企図しており、その観点から情報開示を重視している¹³。なお、企業は株主利益を優先することから、CSR活動は株主利益を毀損しない範囲に留まる。

次にドイツのCG及びCSRについて検討する。ドイツにおいては、企業の目的は会社が創出する付加価値の最大化（ステークホルダー利益の総和の最大化）にある。そしてCGの主な主体として株主、経営者及びドイツの労働者（銀行は株主として参画）を想定し、CGの目的は企業の目的を遂行するために経営者を規律することにあるとする。ドイツにおいては国家による社会保障が充実しており、企業はそのための高い社会保障経費や税金を負担することが社会的責任であると認識している¹⁴。すなわち、英米では（特に米国では）国家の社会保障に対する関与が弱いことから、企業に対してCSRが求められるのに対して、ドイツでは国家による社会保障が充実していることから、企業に対してはそのために税金等の負担が求められることになる。このようにCSR分野における政府の役割が大きかったことから、ドイツにおいては企業が自発的に社会的活動（CSR活動）を行う伝統が弱かったと言える。

以下では、ドイツにおいて、このような枠組みが成立してきた背景について、ドイツの企業体制の変遷を辿ることにより明らかにしたい。

3 ドイツの企業体制の変遷

3.1 ドイツの伝統的企業観

資本主義が形成される過程で、当該社会がもともと有していた価値観や社会制度・慣習などが、その国の資本主義の形に大きな影響を及ぼすことになる。特に企業は人間が働く共同体であるので、企業はそれを取り囲む社会的・歴史的環境条件の影響を強く受ける。

以下本節では、田中（2001）の詳細な事例分析を踏まえた深奥な研究成果に基づき、検討を進めたい。

田中（2001）はドイツにおいて、企業に直接間接に強い影響を与えた歴史的な社会的環境条件として、ものづくりの伝統、生活観、及び国家観・社会観の 3 つの論点を挙げている。このうち生活観については、ドイツ社会に伝統的に存在していた集団・組織による生活保障に対する考え方が、資本主義化に伴い全体の福祉論（ゲマインヴォール論）に展開したとする。ここでいうゲマインヴォールとは、共同体の全構成員に対して、その全般的社会経済生活の安定・向上と幸福を共同体全体として求めようとする、公共性を含んだ概念のことである。そこでは、社会全体を下層とされた労働者を含めた共同体と捉えて、その全体的な生活向上を図ることが企図された。このような環境の下で、ドイツ企業は労働者の生活や人生に関わる様々なシステムを作り上げていった（23 頁）。また国家観・社会観については、支配者が共同体を上から導いて支配し、それによって共同体構成員の保護と全体の福祉を実現するという伝統的な考え方の影響を受けて、企業は自らを「ハウス」という共同体として認識して、その構成員全体の福祉を自らの社会的任務として意識することとなった（24-26 頁）。

以上のようなドイツの歴史的な社会的環境条件が影響した結果、第一次世界大戦前の段階において、ドイツの大企業は、とりわけ企業に忠誠心を持つ「共同体成員」としての労働者のために「全体の福祉」をはかり（443 頁）、長期的生活保障の福祉政策や基幹労働者に対する企業内福利政策を大きく展開した（442 頁）。そしてこの結果、多くのドイツ大企業で「忠実」な基幹労働者が形成され（443 頁）、（モチベーションの高い、熟練労働者を多数必要とする）ドイツ製造業の国際競争力の強化に結びついたと考えられる。このように労働者との長期的関係を意識的に組織するドイツ大企業には、日本の大企業と共通する部分が多い（451 頁）。

第一次大戦後、労働運動の高まりと、労働者の権利を尊重する社会民主主義やキリスト教社会運動が政権の座を確保するようになると、いままで大企業という共同体内部で行われていた企業内福利政策が「社会化」されるようになった（451-452 頁）。すなわち、大企業が自らの意志に基づいて労働者の福利厚生を図る体制から、社会的なシステムとして労働者の福利厚生が図られる体制に移行した。これは大企業が行う社会保障（CSR）が、国家の枠組みの中に吸収・包含されるようになったと捉えることができる。このようにドイツでは企業内に存在した暗黙の共同体的了解をドイツ社会全体に拡大しており、この点が日本とは異なっていると言える。

3.2 ドイツ企業の伝統的特徴

次節以降で 1990 年代以降のドイツにおける企業体制の変革を検討するが、その前提として、ドイツ企業とドイツ CG の伝統的な特徴を概観する。ドイツ企業の特徴として、(1) 中堅・中小企業の存在感の高さ、(2) 大株主の存在、(3) 間接金融の役割の重要性、及び(4)

モノづくり重視の姿勢、の4点を挙げる事ができる。まず(1)について、ドイツでは中堅・中小企業の従業員数や付加価値に占める比重が高く、とりわけミッテルシュタンド(Mittelstand)と呼ばれる国際競争力のある中堅企業の存在感が高い。また日米英と比較してドイツ証券取引所に上場している企業数が少ないことが指摘される。また(2)について、ドイツでは過半数の株式が同族や外国法人に所有される企業が多い。これはドイツでは日本と異なり第二次世界大戦後に財閥解体が行われなかったこと(資本家が維持されたこと)、及び外資導入に対する制限が強くなかったことがその要因である¹⁵。(3)について、ドイツでは伝統的にユニバーサルバンク制度(同一金融機関が銀行業務と証券業務の双方を行う形態)が採用され、さらに企業の資金調達に占める銀行借入の割合が高かったことなどから、ドイツでは直接金融よりも間接金融の役割が重要視されていた。以上の(1)から(3)の特徴に基づき、ドイツにおいては、全体としては、機関投資家からの圧力が、英米の場合と比較して小さいものであったと言う事ができる。さらに(4)のモノづくりによる付加価値を重視する姿勢が、資本市場を重視して株主利益の最大化を企業目的とするという英米の考え方とは異なる考え方を、ドイツが維持した要因の1つであったと考える事ができる¹⁶。

ドイツのCGの伝統的な特徴として、(1)ステークホルダー重視の考え方、及び(2)銀行の役割の重要性、の2点を挙げる事ができる。まず(1)について、ドイツではステークホルダーの中でもとりわけドイツの労働者の主張が、CGに反映される仕組みを構築している点が特徴的である¹⁷。これはドイツが「後発資本主義国であったため、国家が経済の発展段階を整えるために積極的に介入することによって経済が発展してきたが、その際に社会的弱者である労働者の不利益を国家の政策により是正する形で社会政策が発展してきた」¹⁸ことがその一因である。ドイツのCGは、経営の監督を担う監査役会と業務執行を行う取締役会の二層構造をもち、監査役会が取締役の選任を行う仕組みである。企業規模や業種によっても異なるが、従業員2千人以上の大会社では、監査役の半数を株主代表、残りの半数を労働者代表とすることが法定されている(株主側と労働者側で意見が対立した場合には、株主側から選任される監査役会議長が2票を投じることによって、最終的には株主側の意見が採用されることになる)。このように労働者側の意見が会社経営に反映される仕組みが構築されている¹⁹。

次に(2)について、銀行は銀行自身が保有する株式の議決権を通じて、企業にガバナンスを利かせていた。また銀行は寄託議決権(ドイツ特有の制度で、株主から寄託を受けている株式の議決権を銀行が自らの判断で行使する制度)を通じて、自らが保有しない株式についても議決権を行使していた。さらに大銀行は多くの企業に監査役を積極的に派遣して、企業の意思決定に関与していた。このようにドイツにおいては、銀行が、特に株主の法的権利を活用して、CGに重要な役割を果たしていたと言える。

3.3 1990年代後半から2000年代前半にかけての改革の動き

1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて、ドイツの企業体制に 2 つの大きなインパクトがもたらされた。第 1 は「アメリカ化」と株主重視経営の動き、第 2 はシュレーダー改革である。本節ではそれぞれの概要について検討する。

まず第 1 に、「アメリカ化」と株主重視経営の動きの背景とその内容について概観する。1990 年代以降、米国経済が好調であったことから、株主重視の経営を標榜する英米型経営の良さがドイツの経営者にも広く認識されるようになった²⁰。また貿易・資本の自由化に伴う国際金融市場の拡大により、資本市場を重視する英米型の金融システムが、デファクトスタンダードとして世界的に普及するようになり（これらを本稿では「アメリカ化」²¹という）、ドイツにおいてもドイツ銀行が米国型の投資銀行業務に積極的に乗り出し、また英米の機関投資家持株比率が増加するなどの変化が進展した。これらの影響を受けて、ドイツ企業でも英米型の株主重視経営の動きが見られるようになった²²。ただし企業によって株主重視経営導入の度合いは大きく異なっており、例えば化学産業では、ヘキストが合併を積極的に展開するなど株式重視経営を推進したのに対して、バイエルや BASF は伝統的なドイツ型の資本主義モデルを維持するなど、同じ産業内でも対応が分かれていた²³。

次に第 2 のシュレーダー改革の背景とその内容について概観する。1990 年代後半のドイツは「欧州の病人」と呼ばれるほどの経済的苦境に陥っていた。ドイツでは「社会的市場経済」に基づく手厚い労働者保護と重い社会保障負担が企業の重荷となっており、企業の国際競争力を弱めていた。手厚い保護で守られていた失業者の新規就業意欲は低く、更にドイツ企業が国際競争力を回復するため生産拠点の近隣諸国への移転を進めた結果、ドイツの失業率は高止まりしていた。1998 年に政権に就いたシュレーダー首相（在任期間は 1998 年 10 月から 2005 年 11 月）は、労働市場の活力を取り戻してドイツ経済の競争力を高めるため、抜本的な労働市場改革と税制改革等を強力に推し進めた。シュレーダー改革の柱は（1）労働市場改革、（2）社会保障制度改革、（3）医療制度改革、（4）税制・企業制度改革、から構成されるが²⁴、その主な目的は、ドイツ経済・産業の競争力強化と失業率の低下にある。具体的には、企業の社会保障負担を軽減し、法人税・所得税の大幅軽減²⁵（株式売却益の非課税化を含む）を行うことによってドイツ企業の国際競争力を向上させるとともに、失業保障の削減と就業促進の施策を推進することなどによって失業率を低下させた。このシュレーダー政権による構造改革の成果は 2010 年以降に顕著に表われ、いまやドイツは「欧州の勝ち組」と言われるようになった。なお留意すべきことは、シュレーダー改革によって、ドイツの社会保障は時系列的には減少したが、基本的なドイツの企業体制は維持されており、英米との比較でいえば、社会保障はなお高い水準を維持していることである。

3.4 改革の動きがドイツの CG に与えた影響

本節では前節で概観した、「アメリカ化」と株主重視経営の動き、及びシュレーダー改革が、ドイツの CG に与えた影響について検討する。まず銀行の役割に与えた影響について

検討する。「アメリカ化」に伴う投資銀行ビジネスの拡大の中で、ドイツの大銀行はそれまでの商業銀行業務（顧客との相対の取引を重視した預金貸出業務）から、投資銀行業務（市場を重視した M&A, 株式発行, 債権・不動産の証券化等の金融仲介業務）に大きく軸足を移した。特にドイツの銀行界の雄であるドイツ銀行の投資銀行業務への重点シフトが注目される。ドイツの大銀行は投資銀行業務への投資を賄うために、またバーゼル規制（自己資本比率の維持・拡充）を達成するために、企業との持ち合い株式を売却して含み益を実現させたが、これは、シュレーダー改革（企業の株式譲渡益課税の廃止措置）により実現が可能となったものである。銀行が売却した株式は外国人を中心とした機関投資家が購入したことから、ドイツ企業に対する外国人機関投資家の影響が更に強まることとなった。銀行の持株比率の低下に伴い、企業への監査役の派遣も減少した。例えばドイツ銀行の最大 100 社に対する監査役の派遣数の推移を見ると、1980 年頃は 40 社に派遣していたのに対して、1990 年には 35 社、1998 年には 17 社に減少するなど、明白な減少傾向を示した²⁶。このように、ドイツの CG の 1 つの特徴である銀行の役割の重要性は、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて低下したと言える。ただし、重要性が消滅したというわけではない。銀行は株式を売却したとはいえ、なお大量の株式を保有しているし、銀行が売却した株式の一部は保険会社であるアリアンツが購入している²⁷。またドイツにおいては中堅・中小企業の比重が高いが、これらの企業は株式を上場していないので資金調達を借入に頼ることになり、引き続き銀行の商業銀行業務の対象となる。このように、銀行は CG の観点からの役割は低下したものの、なお相応の重要性を維持していると考えられる。

次に、「アメリカ化」と株主重視経営の動き、及びシュレーダー改革が、ドイツのステークホルダー重視の考え方とドイツの CG の枠組みに与えた影響について検討する。機関投資家等から資本市場の役割を重視する英米型 CG への移行が求められる中で、ドイツにおいてはシュレーダー政権のもので一連の資本市場改革や CG 改革が行われた。資本市場改革に関しては、インサイダー取引規制や情報開示強化による資本市場の透明性の向上等が進められた。CG 改革については、1998 年の「企業領域におけるコントロール及び透明性に関する法律」(KonTraG) 制定、2000 年のフランクフルト・グループによる CG 原則の公表、2001 年のバウムス委員会報告書の公表を経て、2002 年にドイツ CG コード(KODEX) (クロメ委員長) が策定・公表され、このコードの実効性を確保するため、2002 年に「透明性と開示のための法律」(TransPuG) が制定された²⁸。CG コードの特徴として、(1) 企業経営の透明性を高めることによる株主・投資家の権利保護、顧客・従業員・公共一般の信頼性の向上を図ること、(2) 監査役会の機能拡充と明確化、(3) 監査役と決算監査人の独立性の確保、を挙げることができるが²⁹、これは主として株主・投資家に対する情報開示の強化といった英米の発想が導入されたものであると言えよう³⁰。一方で、ドイツ CG の特徴である監査役会と取締役会の二層構造や共同決定方式についての議論はなされていない³¹。このことは、ドイツでは一連の CG 改革が行われた結果、株主・投資家に対する情報開示等の点で英米の CG の特徴が取り入れられたが³²、ドイツ的な CG の枠組みは維持されて

いることを示している³³。またホプト教授によれば、ドイツ株式法 76 条は、「取締役の任務は、会社の利害関係者すべての利益、すなわち株主、会社の労働者、公益のバランスをとるものであることを意味している」と解釈され、「株主のみの利益を最大化することは法の趣旨に反する」ことである³⁴。このようにドイツの伝統的な会社の目的論（ステークホルダー利益の総和の最大化）も維持されている。

3.5 改革の動きがドイツの CSR に与えた影響

ここでまず伝統的なドイツの CSR に対する考え方を概観する。ドイツにおいては、社会を構成する 3 つのセクター（政府、企業、市民社会）にはそれぞれ特有の役割があり、それらは重複しないものと考えられる傾向があった。そこでは、社会問題に直接対処するのは政府の役割であり、企業と市民社会は政府に税金を支払うことで、間接的に社会問題に貢献することが期待されていた。また政府は、社会問題に対して法律や規制で企業を規律する傾向が強く、企業の自主的対応は求めない傾向があった。そこで企業は、高い税金と社会保障費を負担することが自らの役割であると認識し、自発的な CSR 活動の必要性を感じていなかった³⁵。これに加えて市民社会の側でも、企業が CSR 活動をするのは単なる企業の営業戦略の一環ではないか、規制強化を避けるための対応ではないか、ネガティブな行為を隠すために行っているのではないかといった、企業の CSR 活動に対する懐疑的な見方があった³⁶。これらの点は、政府の社会問題に対する関与が十分ではないので、企業に対して CSR が期待されている米国の例とは大きく異なっていた。

1990 年代後半以降の「アメリカ化」とシュレーダー改革は、ドイツの CSR に一定の影響を与えたとはいえ、その影響は大きいものではなかった。ここではまず、同じ新自由主義政策を採用した英国のサッチャー改革とシュレーダー改革を比較して、その類似点と相違点を検討する。まず類似点として、両改革とも法人税率の低減等により、企業の活性化を通じた国民経済の活性化を企図した点が挙げられる。英国においてはサッチャー改革によって企業の負担が軽減し、また政府の役割が縮小して企業への期待が高まる中で、企業経営者が CSR を本格的に展開した³⁷。ドイツにおいてもシュレーダー改革による企業負担軽減を機に、企業経営者の CSR に対する認識が高まった³⁸。一方で相違点として、サッチャー改革は生産性の劣る産業や国営企業のリストラを推進したことから、大量の失業者を生み出したのに対して、シュレーダー改革はドイツ企業の国際競争力強化とともに雇用創出（失業率の低減）を目的としており³⁹、その手段として企業が負担する労働コストの低減を推進したことが挙げられる。英国の場合、失業者の大量発生による社会不安を抑制するために企業が積極的に CSR 活動を行うようになったのに対して、ドイツの場合にはその必要はなかった。このことがドイツにおいて CSR が積極的に展開されなかった大きな要因の 1 つであると言えよう。また前節で分析したように、ドイツの CG の枠組み（監査役会と取締役会の二層構造や共同決定方式等）や伝統的な会社の目的論（ステークホルダー利益の総和の最大化）が維持されたこともあり⁴⁰、「アメリカ化」とシュレーダー改革は、ドイツ

の伝統的な CSR に対する考え方（社会問題に直接対処するのは政府の役割であり、企業と市民社会は政府に税金を支払うことで、間接的に社会問題に貢献すること）を大きく変えるには至らなかったと考えられる。

この時期の状況を Habisch and Wegner (2005) は以下のように指摘している。すなわち 19 世紀のドイツ産業化の過程で形成された政府の役割は維持され、政府、企業と市民社会の役割分担は厳格に維持されている。企業は既に社会に対して貢献しているという認識をもち、また CSR 活動をしないからといって何らかの制裁を加えられるわけではないことから、CSR 活動に積極的ではない。消費者団体や NGOs の活動は殆ど企業に対して明確な要求をしないので、それによって企業の CSR 活動が活発化されることはない。CSR は主として失業問題及び労働の質の問題に焦点が当たっている (121 頁) 41。

3.6 リーマンショック後の動き

リーマンショックを契機とする金融危機によって、英米的な新自由主義モデルの輝きが失われた。他方、シュレーダー改革の成果として、ドイツの経済は復活し、ドイツ企業の国際競争力は劇的に改善した。そしてドイツの経営者はドイツモデルの利点を再確認している⁴²。このような状況下、CG や CSR に関する「アメリカ化」の動きは、ドイツ経済・企業の好調が続く限りは、一旦沈静化したと考えることができる。

現在、ドイツの CSR に影響を与えているのは、主として EU の動きと国際的な市民社会からの圧力である。ここではまず、EU の長期戦略である”Europe 2020”のドイツにおける実践として、ドイツ政府が策定した、ドイツの CSR 国家戦略 (“National Strategy for Corporate Social Responsibility – Action Plan for CSR – of the German Federal Government”) ⁴³の概要とその位置づけを検討する。この CSR 国家戦略は、2010 年 10 月に公表されたもので、21 世紀の国際社会の課題である、気候変動、良好かつ公正な労働環境、労働・社会環境の国際基準、市民参加と企業の社会的貢献、そして持続的な消費に対処することを目的したものである⁴⁴。そこでは CSR を、欧州委員会 (EC) の 2001 年のグリーンペーパーでの定義と平仄をとり、「各企業のコアビジネスでの責任ある企業慣行」であり、「企業が法令・規制遵守を超えて行う自発的活動で、ステークホルダーとの相互作用を組み込んだ、企業の社会、環境及び経済的貢献」であると定義した⁴⁵。そしてアクションプランとして、5 つの戦略的目的を提示した。それらは (1) 企業や公共団体に CSR を堅固に埋め込むこと、(2) 中堅・中小企業における CSR の活性化、(3) CSR の可視性と信頼性の向上、(4) CSR の政治的枠組みの最適化、(5) グローバル化の中で社会環境に対する基準を形作ることへの貢献、である⁴⁶。Fifka and Reiser (2015) はこのドイツの CSR 国家戦略について、EC が 2001 年にグリーンペーパーを策定していたことを踏まえればドイツの対応はかなり遅く (late starter)、さらにアクションプランはかなり貧弱で中味が伴っておらず、戦略性に欠けると指摘している (128 頁)。

国際的な市民社会からの圧力を受け、積極的に CSR に対応している業種・企業もある。

たとえば大手の小売業者が国際的な市民団体から、児童労働、低い安全基準や低賃金といったグローバル・サプライ・チェーンの問題に関する圧力を受けたことから、業界団体（Foreign Trade Association of German Retail Trade）が行動規範を策定して対応している。また洗剤の環境に及ぼす悪影響の指摘を受け、業界団体（German Cosmetic, Toiletry, Perfumery and Detergent Association）が中心となってマルチ・ステークホルダー・フォーラム（Forum Waschen）を設立し、対話をベースに対応を進めている。ドイツの CSR の特徴として、(1) 協同組合主義の伝統（corporatist tradition）を反映して、業界団体が重要な役割を担っていること、(2) 政府が資金と専門知識を提供することを通じて、時には正統性を付与することを通じて貢献していること、が指摘される⁴⁷。

業種・企業規模などによって CSR への対応には差異があるものの、現在のドイツの CSR の全般的状況について、Fifka and Reiser（2015）は以下のように指摘している。すなわちドイツ企業では、コーポレート・ボランティアリング（従業員が有給で、自ら望むボランティア活動に一定期間参加できる企業の制度）やコーズ・リレーテッド・マーケティングといった現代的な形態である CSR はまだ一般的に行われてはおらず、規模が大きい企業でも寄付（donation）、後援（sponsoring）や資金拠出（foundation）に止まっているケースが多い。CSR は主として広報活動（public relations）と捉えられる傾向がある。CSR は企業の正統性（legitimacy）を獲得して社会から認められるための自衛的手段として捉えられており、市場における競争力の向上に繋げるといった戦略性を有するものではない。一方で国際的な消費者団体からの圧力は増大している（130-131 頁）。

4 ドイツの CSR に関する最近の動向～EU の CSR 政策との関連を踏まえて～

本章では、EU の最近の CSR 政策である非財務情報開示規制を取り上げ、ドイツの規制策定過程における対応を検討することにより、最近のドイツの CSR に対するスタンスを明らかにしたい。そしてそれらを踏まえ、ドイツの CSR の特徴と限界を明らかにしたい。

4.1 EU の CSR 政策の変遷

まず EU の CSR 政策の変遷について検討する。EU の CSR 政策の変遷は、欧州の社会環境変化の影響を受け、3 段階（社会自由主義に基づく CSR の導入、新自由主義に基づく CSR への転換、社会自由主義に基づく CSR への回帰）に区分することができる⁴⁸。第 1 段階は社会自由主義に基づく CSR 導入の段階で、1993 年に欧州委員会（EC）の Jacques Delors 議長（フランス出身の社会民主主義者）が企業に対して、失業や社会的疎外といった欧州の構造的問題の克服に力を貸してほしいと求めたことに端を発する。これを受け、EC の支援のもと、1996 年に欧州の CSR に関する（社会的結束を目的とする）企業ネットワークとして EBNSC（The European Business Network for Social Cohesion）が創設された。ドイツ企業は 1997 年までに EBNSC に 5 社が参加したが、2000 年までに VW を除く全社

が脱退した。これは、ドイツ企業は CSR を企業の自主的意思によるものであることを強く求めており、EBNSC による規制強化の可能性を嫌ったことが理由として挙げられる⁴⁹。

好調な経済と欧州における自由化、民営化、規制緩和の動きを背景として、第 2 段階では、EU の CSR が社会問題の解決の手段 (social case) から新自由主義的な CSR (business case) に転換した。この転換には、欧州の経営者がロビー活動などを通じて、EU の CSR に新自由主義的な色彩と方向性を加えたことが大きく影響している。欧州の経営者の動きとして、例えば EBNSC は、CSR Europe に名称変更した 2000 年に、その目的を社会的結束からサステナビリティとグローバル・サプライ・チェーンにおける人権問題などを含むものに拡大したことが指摘される。また 2002 年には、CSR Europe が欧州の経営者団体である BusinessEurope とともに、EC 議長に対して、「欧州の価値」に基づく CSR の共通化 (CSR 報告書などの共通化) は欧州企業の競争力を損なうもので反対であるとの意見書を提出するなど、規制強化に反対した。そして、CSR は企業が主導する競争力強化のための推進策と位置づけられるようになった⁵⁰。

金融危機の発生によって、新自由主義的な動きに対する風向きが大きく変わった。第 3 段階では、EU の CSR が規制強化の方向にシフトした (社会自由主義に基づく CSR に回帰した) と言える。この最も端的な変化は EC の CSR の定義に表れている。すなわち、2001 年のグリーンペーパーでは、CSR を「企業が、社会・環境問題を、自らの事業経営や利害関係者との関係性の中に自発的に取り入れる概念」として企業の自発性を要件としていたのに対して、2011 年に変更された定義では、CSR を単に「企業の社会に与える影響に対する責任」とし、CSR が最早企業が自発的に対応するだけのものではない (EU や国家などによる規律も含まれる) とされた。また補完的な規律として、非財務情報の強制開示、社会的対話、人権、国際的な CSR の枠組みなどが明記された。このような規制強化の動きに対して欧州の企業は概ね反対のスタンスをとったが、特にドイツの企業は EC の CSR の新しい定義や非財務情報の強制開示に強く反対した⁵¹。EU における非財務情報の強制開示を巡る議論については次節で詳しく検討する。

4.2 EU の非財務情報開示規制への対応

2014 年に EU の非財務情報開示の指令 (2014/95/EU) が公布され、2017 年から施行されることになった。この指令は EU の大企業に対して、企業の環境、社会、人権に与えるインパクト、及び企業活動が第三者に与えるリスクに関して報告を求めるものである。この指令の検討過程で、この開示規制を回避しようとする経済団体 (business associations) と、開示規制を求める ESG 投資家 (資産運用に環境、社会、ガバナンスの視点を取り入れる投資家) や GRI (サステナビリティに関する国際基準の策定を使命とする非営利団体) 等の NGOs との間で対立があり、また規制に反対するドイツと規制に賛成するフランスや英国との間で対立があった。以下ではまず指令の検討過程を概観し、それから国毎の対応の違いについて検討する⁵²。

1990年代後半から2000年代前半にかけて、ECは非財務情報等の開示の透明性を高める基準を制定しようとしたが、規制強化を嫌う経済団体からの強力な反対があって実現しなかった。その後、リーマンショックを契機とした金融危機、とりわけ欧州の銀行危機の発生や、バングラディッシュの Rana Plaza 工場の崩壊、BP のメキシコ湾石油流出事故などの影響から、規制強化が広く支持されるようになり、2011年に EC が公表した「CSR に関する 2011 年から 2014 年までの EU の戦略」の中に非財務情報開示の規制が盛り込まれた。これに対して、企業の自主性を重んじるべきとして、経済団体 (BusinessEurope) やドイツの企業・政府は強く反対を表明した。その後 2013 年に、EC は非財務情報開示原案を公表した。この原案に対して今度は NGOs が、原案は **Comply or Explain** 方式を採用しており、法令などによる規律と比較して企業の自由裁量の余地が大きすぎるとして批判した。これらの批判があったにもかかわらず、2014年に承認された EU 指令 (2014/95/EU) は、原案の規律が更に大幅に弱められたものとなった。これは、企業の自主性を求める経済団体 (BusinessEurope, EuroChambres) やドイツの反対が強かったためである。具体的には、開示対象企業が原案の約 18,000 社 (従業員 500 名超の会社) から約 6,000 社 (従業員 500 名超、かつ上場会社や金融機関といった公共の利益に関わる法人) に減少し、また開示要件が緩和された。この修正に対して、ESG 投資家 (Eurosif) は、指令は責任ある投資家の期待に届かないものであるとして批判した⁵³。

国毎に EU 指令 (2014/95/EU) に対するスタンスが分かれた。特にドイツ、フランス及び英国の影響力が大きかった。ドイツは開示規制の強力な反対者であり、フランスは強力な支持者であった。英国は一定の限度付で支持し、ドイツとフランスの仲介役を果たした。この背景には、各国内の既存の開示規制がある。すなわちフランスでは、国内の開示規制によって、既に非財務情報の開示が義務づけられていたことなどにより⁵⁴、公平な競争の場 (level playing field) を確保する観点から、隣国に対しても同様の厳しい規制を求めたと考えられるのに対して、ドイツでは非財務情報の開示が企業の自主性に任されていた (その背景には CSR は企業の自主性に委ねるべきとの根強い考え方が存在する) ので、開示規制に反対の立場をとったと言える。またドイツ政府は、ドイツの国際競争力のある中堅企業 (Mittelstand) にまで開示規制が適用され、それらの企業にとってコスト増大要因になることを恐れていた。英国では非財務情報の開示が義務化されていたが⁵⁵、開示対象や内容が限定されており、また **Comply or Explain** 方式を採用するなど柔軟なものであったことなどから、この国内での規律を踏まえてドイツとフランスの仲介役を果たしたと言える⁵⁶。以上検討したように、ドイツは EU のリーダー的存在であるが、非財務情報の開示といった CSR の分野では、リーダーシップが取れていない状況にある。

4.3 ドイツ CSR の特徴と限界

ここでドイツの CSR の特徴と限界に関して 2 点指摘したい。第 1 の点は、ドイツの企業体制が一国完結型であり、ドイツの枠組みではグローバルな社会問題の解決に限界がある

ということである。すでに検討したように、ドイツにおいては伝統的に、社会を構成する3つのセクター（政府、企業、市民社会）にはそれぞれ特有の役割があり、その中で社会問題に直接対処するのは政府の役割で、企業と市民社会は政府に税金を支払うことで、間接的に社会問題に貢献することが期待されている。また政府は、社会問題に対して法律や規制で企業を規律する傾向が強い。この枠組みはドイツ一国を対象とする場合には十分機能するが、強制力を伴う世界国家が存在しない中で（グローバルガバナンスの欠如）、グローバル展開は困難である。なぜなら、世界的な所得の再分配・社会保障を行う機関は存在しないし、全世界に共通する法律を制定して企業を規律することもできないからである。例えば開発途上国の児童労働の問題をこの枠組みで規律することは困難である。個別国家の主権を尊重する現行の体制のもとでグローバルな社会問題に対処するためには、どうしてもグローバル企業に対して自主規制を求めることが必要となり、その点で英米の枠組み・CSRが適合的であると言えよう。

第2の点は、ドイツにおいては企業に対してCSR活動を求めるステークホルダーからの圧力が、英米と比較して弱いことである（ドイツでは環境問題に対する意識が高いが、これは主として政府による法令での規律づけで対応がなされており、企業にとってはコンプライアンス（法令遵守）の問題となっている）。英米において、株主利益の最大化を企図する企業がCSRを推進し、また受託者の経済的利益の最大化を企図する機関投資家がESG投資を推進するのは、単にそれが社会的に望ましいということではなく、企業が対応しないと、市民社会などからの批判を受け、企業のレピュテーション低下や不買運動に繋がり、ひいては企業収益が減少する蓋然性が高いからである。この点で、市民社会などからの圧力が企業のCSR活動の活性化には必要である。機関投資家からの圧力も企業がCSR活動を活発化させる一つの契機となるものであるが、以下の表1から明らかなように、国連責任投資原則に署名してESG投資を推進するドイツの投資家の数は、英米と比較してかなり少ない。ただし、すでに検討したように、ドイツにおいても国際的な市民社会・消費者団体からの企業に対する圧力は強まる傾向にあり、このことにより、業種・企業規模によって跛行性があるものの、今後はドイツにおいても、現在の水準と比較して、企業がCSR活動に積極的に関与するようになると考えられる。

表1 国別の国連責任投資原則署名企業の数

国名	アセットオーナー	投資マネージャー	サービス提供者	合計
ドイツ	17	32	11	60
フランス	13	120	15	148
英国	45	153	35	233
米国	28	223	41	292
日本	11	29	10	50
その他	206	498	101	805
合計	320	1,055	213	1,588

（出所）UNPRIのホームページ（2016年10月31日現在）

5 おわりに

本稿では、ドイツの CSR の特徴について、英米とは異なるドイツ特有の企業体制の変遷を辿り、特に CG と関連づけながら検討した。現在の CG や CSR の概念は英米で生まれ、英米で形作られたもので、英米の企業体制を前提としたものである。この概念が社会経済のグローバル化の中でドイツにも影響を及ぼしてきたが、ドイツにはもともと独自の堅固な考え方、枠組みが存在していたことから、その本質的特徴はなお維持されている。このことを (1) ドイツの伝統的な企業観と、ドイツ企業、CG、CSR の伝統的特徴が、1990 年代後半以降にドイツに大きな影響を与えた「アメリカ化」とシュレーダー改革によっても、その本質は大きく変更されることなく現在に至っていること、(2) 2014 年に公布された EU の非財務情報開示の指令 (2014/95/EU) の策定過程において、それを推進したフランスや英国に対して、ドイツが開示規制に強く反対したこと、を通じて明らかにした。そしてドイツの CSR の特徴と限界として、(1) ドイツの企業体制が一国完結型であり、ドイツの枠組みではグローバルな社会問題の解決に限界があること、(2) ドイツにおいては、英米と比較して、企業に対して CSR 活動を求めるステークホルダーからの圧力が弱いこと、を指摘した。なお、今後は国際的な市民社会や消費者団体からの圧力が増大することが見込まれ、ドイツ企業も、現在と比較して、CSR 活動に積極的に関与する必要性が増大すると考えられることも合わせて指摘した。

ドイツが CSR 後進国と言われる理由を簡単に纏めると、ドイツにおいては、社会保障は国家の役割であり、企業の役割は高い社会保障関係費用や税金を負担することである、と伝統的に考えられ実践されてきたことから、企業が英米的な CSR を行う必要性と意欲に乏しかったことが指摘される。ドイツの CSR の特徴を理解するためには、英国と比較することが有効である。ここで改めて英国と比較してドイツの CSR を巡る状況について簡単に纏めてみる。英国の CSR の展開は、林 (2015b) の分析に示されるように、2 つの波があった。第 1 は 1980 年頃からのもので、新自由主義政策を採用したサッチャー改革に伴う国内の失業問題 (国内 CSR) への対応である。第 2 は 1990 年代半ばからのもので、NGOs からの国際人権保護などに対する圧力 (国際 CSR) への対応である。英国の第 1 の波と比較すると、ドイツの場合には、もともと社会保障が充実していたことに加え、新自由主義政策を採用したシュレーダー改革によって、むしろ失業率が低下したことから、国内 CSR の対応は必要とされなかった。このことがドイツで CSR への対応が十分に行われなかった要因の 1 つと言える。また英国の第 2 の波と比較すると、ドイツの場合は、業種・企業規模によって跛行性があるものの、総じて市民社会等からの圧力が弱かった。このことがドイツの CSR が遅延した要因であるが、今後は国際的な市民団体等からの圧力によって、ドイツ企業も本格的に CSR 対応を進めていくと考えられる。但しその場合にも、ドイツの伝統的企業観や企業体制との間で調和がとられることが必要であり、ドイツ企業の CSR が単純に英米と同じ枠組みに収斂されるものではないことに留意が必要である。

¹ この点、英国とは逆の関係となる。すなわち、英国は伝統的に株主利益を極めて重視する国であるが、同時に英国は株主以外のステークホルダーの利益を尊重する CSR の先進国であると言われている。この観点から英国の CSR を分析したものとして、林 (2015b) がある。

² Brammer and Pavelin (2013) は、CG と CSR がともに経済的・社会的な制度の影響を受けているとする (722 頁)。また Favotto et al. (2016) は、企業の本社所在地は、当該企業の CSR 活動に重要な影響を与えると指摘する (25 頁)。

³ 工藤 (2011) は「企業体制」を、資本主義経済の主として国家によって規定された制度的側面であり、それは所有・経営間の関係、労使関係、企業間関係及び企業・政府間の関係という 4 つの関係から構成されるとする。そして企業体制は個別の企業とは区別されるもので、個別企業の活動の主たる制度的土台を提供するものであるとする (168 頁)。

⁴ Brammer and Pavelin (2013) は、CG と CSR は同じルーツを持つと指摘する (719 頁)。

⁵ 中村 (2003) は、「企業倫理及び企業統治という用語をもって表現されることとなっている具体的事象そのものは、最近において初めて登場するにたったというのではなく、すでに以前から存在しながらも、他のさまざまな表現をもって個別的・断片的に把握されるにとどま」っていたと指摘する (1-2 頁)。

⁶ Albert (1991) は、先進資本主義国の状況を分析し、資本主義は均質なものではなく、大別して 2 つの型に分けられると指摘した。第 1 の型はアングロサクソン型 (英米型) で、企業は株主が所有し自由に処分できる単なる商品であり、株主が利益を得るための手段であると位置づけられる。第 2 の型はライン型 (ドイツ・日本型) で、企業は株主と (銀行と従業員が実質的に選任する) 経営者の権力がバランスされた、雇用や国の競争力にも責任をもつ社会的存在と位置づけられる (翻訳 27-28 頁)。なお、フランスについて彼は、国家が強い力を持つ形の資本主義であり、2 つの資本主義の型のどちらにもあてはまらないと指摘した (翻訳 193 頁, 292 頁, 294 頁)。

⁷ Kang and Moon (2011) は CG と CSR に関して、伝統的に、LMEs 型 (Liberal Market Economies : 英米型)、CMEs 型 (Coordinated Market Economies : ドイツ・日本型) と SLMEs 型 (State-Led Market Economies : フランス・韓国型) の 3 種類の形があると指摘した。そして彼らは、CG とは企業に投資している 3 つの主体 (機関投資家、経営者、労働者) の間の関係を示すものであり、CSR とは企業に直接投資はしていないが、企業の行動に利害関係を持つ幅広いグループを対象としたものであると捉えた。なお、CG における労働者の役割に関して、CMEs の国々では労働者が重要な役割を果たすが、LMEs や SLMEs の国々では殆ど役割を果たすことはないとした (5 頁)。

⁸ 工藤 (2011) は、CG と企業価値は米国生まれの言葉であるとする (174 頁)。Brammer et al. (2012) は、CSR は元来アングロサクソンのアイデアであり、それ以外の国に広く広まったのは最近のことであると指摘する (5 頁)。

⁹ 山崎 (2011a,b) は「再構造化」という概念 (「ある国の資本主義の構造的特質によって規定された企業経営の方式やシステム、あり方が移転先の国の資本主義の構造的特質に合わせて適応・修正され、適合される形で定着し、機能するようになること」) を用いて、米国経営モデルのドイツへの導入の問題を詳細に分析している。

¹⁰ Albert (1991) は、英国と米国では社会保障の有無等の違いなどがあるが、基本的な現象を抽象化すれば両者を 1 つにして考えることができるとする (翻訳 31 頁)。

¹¹ 英国の企業観については、林 (2015a) に詳しく説明されている (55 頁)。

¹² Porter and Kramer (2006) は、CSR を企業の競争戦略として位置づけている。

¹³ Kang and Moon (2011) は、英米では、CSR の主体 (NGOs, 個々の消費者)、CG の主体 (機関投資家、経営者等) とともに、市場を通じた解決を企図していると指摘する (8 頁)。また彼らは、英米では市場を重視する CSR の考え方の拡大によって、株主価値を反映した社会的な監査や報告の基準 (GRI 等) 及び投資判断の基準 (the Dow Johns Sustainability

Index 等) が進展したと指摘する (13 頁).

¹⁴ Fifka and Reiser (2015) は、ドイツでは伝統的に、社会の 3 つのセクター (政府、企業、市民社会) がそれぞれの役割をオーバーラップすることなく果たすものであるとされており、(CSR が対象とする) 社会問題は政府の役割であると認識されていたことから、企業が自発的に社会的活動をする伝統が弱かったと指摘する (129 頁). また彼らは、ドイツ企業は既に高い税金や社会保障費を負担しているので、更なる金銭的負担となる CSR への対応は、国際競争力の妨げになるとして消極的であったと指摘する (125 頁).

¹⁵ 海道 (2005) 77 頁.

¹⁶ Witt and Redding (2012) は、ドイツ企業の経営者が、企業の生産活動を通じて社会に貢献していると考えられる傾向があることを指摘した.

¹⁷ 高橋 (2012) は、労働者と資本家との共存の場として株式会社を捉える企業観が、ドイツ会社法の特徴であると指摘する (19-20 頁).

¹⁸ 海道 (2005) 5 頁.

¹⁹ 高橋 (2012) は、ドイツ型 CG の特徴であるステークホルダー重視の経営と労使共同決定方式は、ワイマール帝国からナチスの時代、特に 1919 年から 1937 年までの間に形成されたものであるとする (14 頁). そしてこれは株式会社の公共性を重視する観点から導入されたもので、第二次世界大戦後もこのドイツ型 CG の原型は維持されたと指摘する (19 頁).

²⁰ 高橋 (2012) は、1990 年代に入って米国経済が躍進しドイツ経済が不況に苦しんだことを背景として、米国流の株主価値重視の考え方が台頭し、法律面でも取締役の義務を巡る解釈論や共同決定制度の見直し論に大きな影響を与えたと指摘する (19 頁).

²¹ 工藤 (2011) は、覇権国としての米国が他の諸国・世界経済に及ぼす影響を「アメリカ化」といい (170 頁)、貿易・資本の自由化とそれともなう国際金融市場の拡大がアメリカ化を推進したとする (172 頁). そして今日における企業体制のアメリカ化の本質は証券市場の世界的な普及その法制の整備 (「証券化」) にあると指摘する (173-174 頁).

²² 山崎 (2011a) 146 頁.

²³ 山崎 (2011b) は、3 社の経営戦略の違いの原因として、経営文化の違いを指摘する (18 頁).

²⁴ 経済同友会 (2015) 10-20 頁.

²⁵ 2000 年成立の税制改革法により、ドイツの法人実効税率は 1999 年時点の 51.8% から、2001 年に 38.6% まで、所得税の最高税率は 1998 年の 53% から 2005 年の 45% まで低下した. なお、1999 年時点のドイツの実効税率 51.8% は、当時のイタリア (41.3%)、フランス (40%)、オランダ (35%)、英国 (30%) と比べて高かった (経済同友会 (2015) 18 頁).

²⁶ Zugehör (2003) 翻訳 62 頁.

²⁷ 山崎 (2011b) 27-28 頁.

²⁸ 関 (2010) は、ドイツ CG コード (KODEX) は英国やフランスの CG コードと同様に Comply and Explain 原則を採用しているが、この Comply and Explain 原則の実効性を高めるため、英国ではシティの伝統、フランスでは名門グランゼコール出身者の権威が利用されたのに対して、ドイツでは企業・市場・労働組合が結束し、コードを遵守するかしないかの説明を司法省が株式法に加えることにより対応したところに特徴があると指摘する (368 頁).

²⁹ 海道 (2005) 29 頁.

³⁰ 関 (2010) 364 頁.

³¹ 関 (2010) 364 頁.

³² 現在のドイツ CG コードの序文でも、コードの目的として、透明性向上による投資家等からの信頼性確保が謳われている.

³³ 山崎 (2011b) は、1990 年代以降の資本市場の圧力の増大のもとで、株主指向の CG への接近は見られたが、ドイツ的な企業経営の特徴、企業体制の基本的な枠組みが決定的に

変化したわけではないこと、すなわちドイツのシステムの本質的な諸要素は維持されてきたことを指摘する(40-41頁)。Zugehör (2003)は、1990年代半ば以降ドイツ的統治システムは英米型統治システムの影響を受けてきたが、労働者共同決定は維持されており、この点で、ドイツ的統治システムは英米の統治システムとは今後も区別されると指摘する(翻訳176頁)。また高橋(2012)は、1990年代以降ドイツに米国流の株主価値を重視する考えが台頭したが、利益多元主義に基づくドイツの企業統治制度を根本から変更する法改正は行われなかったと指摘する(19頁)。

³⁴ クラウス・J・ホプト(2006)11頁。

³⁵ Fifka and Reiser (2015) 125-129頁。

³⁶ Fifka (2013a) 116頁。

³⁷ Kinderman (2012)は、サッチャー改革によって英国のCSRが本格的に展開されるようになった経緯を詳細に分析している。林(2015b)は、サッチャー改革による新自由主義政策の採用を、英国がCSR先進国となった重要な契機であると指摘する(9頁)。

³⁸ Kinderman (2008)は、ドイツの経営者は(英米に比較して高い)企業に対する負担軽減の代わりにCSRを受け入れるというスタンスであったと指摘する。なお以下の企業経営者の言葉(“Responsibility? Yes, but in exchange for greater freedom”)がこのスタンスを良く示している(4頁、15-16頁)。

³⁹ 熊谷(2014)は、1999年から2007年までにドイツの産業界は単位労働コストを16%減少させたこと(110-111頁)、そして失業率の低下と労働コストの低減をともに達成したこと、の理由として労働コストの安い非正規雇用が拡大したことを挙げ、このことがドイツでワーキングプアの問題を深刻化させたと指摘する(120-121頁)。

⁴⁰ Kinderman (2009)は、ドイツにおける多くの規制、職場協議会や共同決定方式が、米国や英国のような自由主義市場経済諸国における自発的な対応と機能的に同等のものであることから、ドイツにおいては自発的な対応がなかなか進まないと指摘する(44頁)。

⁴¹ Kinderman (2008)は、ドイツの労働組合は、ドイツの経営者がCSRを用いて共同決定方式を批判し、より柔軟な労使関係(労働協約)への変更を求めてくるのではないかと恐れていると指摘する(22頁)。

⁴² Kinderman (2014) 22-23頁。

⁴³ Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2010)。なおこの1年3か月後に、同じ役所から、ドイツのCSR国家戦略を敷衍した冊子が公表されている(Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2012))。

⁴⁴ Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2012) 8頁。

⁴⁵ Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2010) 7頁。

⁴⁶ Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2010) 12頁。

⁴⁷ Hajduk and Beschorner (2013) 149-155頁。

⁴⁸ Kinderman (2013) 702頁。本節の分析は主としてKinderman (2013)の分析に基づく。

⁴⁹ Kinderman (2013) 707頁。

⁵⁰ Kinderman (2013) 708-711頁。

⁵¹ Kinderman (2013) 711-715頁。なおKinderman (2013)は、EUでの議論は、統制政策をとるフランスと、秩序自由主義をとるドイツとの考え方の違いが表れている面があることを指摘する(718頁)。

⁵² 本節の分析は主としてKinderman (2015b)、Kinderman (2016)の分析に基づく。

⁵³ Kinderman (2015b) 1-5頁。

⁵⁴ Kang and Moon (2011)は、ドイツに比べてフランスが新自由主義の影響を強く受けて株主重視のスタンスをとるようになったことが、投資家に対して豊富な情報を提供する非財務情報の開示に積極的になった要因であるという考え方が存在することを指摘する(16

頁).

⁵⁵ Kinderman (2016) は、英国で会社法に CSR に関する強制的な開示規制が導入された際に企業がこれに殆ど抵抗しなかったのは、会社法がフレキシブルで、かつ株主価値を重視するとう英国の会社観の根底を何ら変更するものではなかったことが主因であると指摘する (10-11 頁).

⁵⁶ Kinderman (2015b) 5-11 頁.

(参考文献)

海道ノブチカ (2005), 『ドイツの企業体制』森山書店.

加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久 (2010), 『コーポレートガバナンスの経営学—会社統治の新しいパラダイム』有斐閣.

風間信隆 (2010), 「ドイツにおけるコーポレートガバナンスと労使関係—ジャクソンらの所論を中心として—」『経営論集』57 (4), 225-244.

工藤章 (2011), 『日独経済関係史序説』桜井書店.

熊谷徹 (2014), 『ドイツ中興の祖 ゲアハルト・シュレーダー』日経 BP 社.

クラウス・J・ホプト (2006), 「ドイツ・コーポレートガバナンス規準—ボードの義務, 情報開示, 実施—」『商事法務』No.1785, 4-19.

クリストフ・H・サイプト (2011), 「ドイツのコーポレートガバナンスおよび共同決定—弁護士, 監査委員, 研究者としての視点から—」『商事法務』No.1936, 34-46.

経済同友会 (2015), 『欧州の競争力に学ぶ—ドイツの「シュレーダー改革」を中心に—』.
佐久間信夫・水尾順一 (2010), 『コーポレートガバナンスと企業倫理の国際比較』ミネルヴァ書房.

関孝哉 (2010), 「近時のドイツのコーポレートガバナンスとわが国への示唆」『金融危機後の資本市場法制』資本市場研究会.

高橋英治 (2012), 「ドイツの企業統治体制」『監査役』603, 14-22.

田中信弘 (2016), 「CSR を巡る理解」『よくわかる企業論 第2版』ミネルヴァ書房.

田中洋子 (2001), 『ドイツ企業社会の形成と変容』ミネルヴァ書房.

谷本寛治 (2013), 『責任ある競争力—CSR を問い直す』NTT 出版.

中村瑞穂 (2003), 「企業倫理と企業統治—概念的基礎の確認—」『企業倫理と企業統治—国際比較—』文眞堂.

林順一 (2015a), 「英国のコーポレートガバナンス」『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』東洋経済新報社.

林順一 (2015b), 「英国の CSR—なぜ英国は CSR 先進国となったのか—」『国際マネジメント研究』4,1-26.

林順一 (2015c), 「英国のコーポレートガバナンスの特徴とわが国への示唆」『証券経済学会年報』50, 1-2-1~1-2-9.

- 藤井敏彦 (2005), 『ヨーロッパの CSR と日本の CSR』 日科技連出版社.
- 正井章彦 (2005), 「ドイツの共同決定制度に関する最近の動向—その実態と批判について—」『国際商事法務』 33(1), 36-46.
- 矢澤一平・豊沢泰寿 (2015), 「ドイツにおけるコーポレートガバナンスの変革」『みずほ産業調査』 50, 2015 No.2, 340-357.
- 山崎敏夫 (2011a), 「1990 年代以降の「アメリカ化」の再来とドイツの企業経営 (I) —株主主権的経営, コーポレートガバナンスとそのドイツ的展開—」『立命館経営学』 49 (5), 141-168.
- 山崎敏夫 (2011b), 「1990 年代以降の「アメリカ化」の再来とドイツの企業経営 (II) —株主主権的経営, コーポレートガバナンスとそのドイツ的展開—」『立命館経営学』 50 (1), 17-45.
- 山崎敏夫 (2013), 『現代のドイツ企業—そのグローバル地域化と経営特質—』 森山書店.
- 吉村典久・堀口朋亨 (2013), 「現代のドイツ企業における共同決定の研究に向けて—準備的考察—」『経済理論』 372, 73-102.
- Albert, M. (1991), *Capitalisme Contre Capitalisme*. (小池はるひ訳, 久水宏之監修『資本主義 対 資本主義』 竹内書店新社.
- Brammer, S., G. Jackson and D. Matten (2012), “Corporate Social Responsibility and Institutional Theory: New Perspectives on Private Governance”, *Socio-Economic Review* 10, 3-28.
- Brammer, S. J. and S. Pavelin (2013) ,“Corporate Governance and Corporate Social Responsibility”, *Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Favotto, A., K. Kollman and P. Bernhagen (2016), “Engaging Firms: The Global Organizational Field for Corporate Social Responsibility and National Varieties of Capitalism”, *Policy and Society* 35, 13-27.
- Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2010), *National Strategy for Corporate Social Responsibility—Action Plan for CSR—of the German Federal Government*.
- Federal Ministry of Labour and Social Affairs (2012), *CSR: Made in Germany*.
- Fifka, M. S. (2013a), “The Irony of Stakeholder Management in Germany: The Difficulty of Implementing an Essential Concept for CSR”, *UmweltWirtschaftsForum* 21, 113-118. (DOI 10. 1007/s00550-013-0268-1)
- Fifka, M. S. (2013b), “Corporate Citizenship in Germany and the United States—Differing Perceptions and Practices in Transatlantic Comparison”, *Business Ethics: A European Review*, 22(4), 341-356.
- Fifka, M. S., and D. Reiser (2015), “Corporate Social Responsibility in Between Governmental Regulation and Voluntary Initiative: The Case of Germany”, *Corporate*

- Social Responsibility in Europe*, Springer.
- Habisch, A. and M. Wegner (2005), “Germany: Overcoming the Heritage of Corporatism”, *Corporate Social Responsibility Across Europe*, Springer.
- Habisch, A., L. Patelli, M. Pedrini and C. Schwartz (2011), “Different Talks with Different Folks: A Comparative Survey of Stakeholder Dialog in Germany, Italy, and the U.S.”, *Journal of Business Ethics* 100, 381-404.
- Hajduk T. and T. Beschorner (2013), “Sector-specific Corporate Responsibility in Germany”, *Corporate Responsibility in Europe : Government Involvement in Sector-specific Initiatives*, Verlag Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.
- Kang, N. and J. Moon (2011), “Institutional Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: A Comparative Institutional Analysis of Three Capitalism”, *Socio-Economic Review 2011 online publication*, 1-24. (DOI 10.1093/ser/mwr025)
- Kinderman, D. (2008), “The Political Economy of Corporate Responsibility in Germany, 1995-2008”, *Working Paper*. (<http://ssrn.com/abstract=2229690>)
- Kinderman, D. (2009), “Why Do Some Countries Get CSR Sooner, and in Greater Quantity, than Others? The Political Economy of Corporate Responsibility and the Rise of Market Liberalism across the OECD: 1977-2007”, *Discussion Paper SP III 2009-301*, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Kinderman, D. (2012), “Free Us Up So We can be Responsible! The Co-Evolution of Corporate Social Responsibility and Neo-Liberalism in the UK, 1977-2010,” *Socio-Economic Review* 10, 29-57.
- Kinderman, D. (2013), “Corporate Social Responsibility in the EU, 1993–2013: Institutional Ambiguity, Economic Crises, Business Legitimacy and Bureaucratic Politics”, *Journal of Common Market Studies* 51 (4), 701-720.
- Kinderman, D. (2014), “Challenging Varieties of Capitalism’s Account of Business Interests: The New Social Market Initiative and German Employers’ Quest for Liberalization, 2000–2014”, *MPIfG Discussion Paper 14/ 16*.
- Kinderman, D. (2015a), “Explaining the Rise of National Corporate Social Responsibility: The Role of Global Frameworks, World Culture, and Corporate Interests”, *Corporate Social Responsibility in a Globalizing World*, Cambridge University Press. (<http://ssrn.com/abstract=2548051>)
- Kinderman, D. (2015b), “The Struggle over the EU Non-Financial Disclosure Directive”, *Working Paper*. (<http://ssrn.com/abstract=2614983>)
- Kinderman, D. (2016), “Time for a Reality Check: Is Business Willing to Support a

-
- Smart Mix of Complementary Regulation in Private Governance?” , *Policy and Society* 35 (1), 29-42. (<http://ssrn.com/abstract=2733528>)
- Knudsen, J. S., J. Moon and R. Slager (2015), “Government Policies for Corporate Social Responsibility in Europe: A Comparative Analysis of Institutionalisation”, *Policy and Politics* 43 (1), 81-99.
- Matten, D. and J. Moon (2008), ““Implicit” and “Explicit” CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility”, *Academy of Management Review* 33(2), 404-424.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer (2006), “Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility”, *Harvard Business Review* 84, 78-92.
- Rahim, M. M. (2013), “Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Corporate Regulation”, *Legal Regulation of Corporate Social Responsibility: A Meta-Regulation Approach of Law for Raising CSR in a Weak Economy*, Springer.
- Witt, M. A. and G. Redding (2012), “The Spirits of Corporate Social Responsibility: Senior Executive Perceptions of the Role of the Firm in Society in Germany, Hong Kong, Japan, South Korea and the USA”, *Socio-Economic Review* 10, 109-134.
- Zuehör, R. (2003), *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus: Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*. (風間信隆監訳 風間信隆・松田健・清水一之訳『ライン型資本主義の将来—資本市場・共同決定・企業統治—』文真堂.)

日本市場における気質効果と企業属性についての一考察

A Study of the Disposition Effect and Corporate Characteristics in Japanese Stock Market

松崎 繭香

Mayuka Matsuzaki

論文要旨

本稿は、投資家の心理的バイアスによる非合理的な行動が株価のミス・プライシングを招くことから、行動ファイナンス理論の心理的バイアスの1つである気質効果を取り上げ、2005年～2016年までの143ヶ月間について日本株式市場における気質効果の存在の有無を確認した。その結果、気質効果が表れた企業は7%で過去の検証結果より弱かったことが確認された。また期間別の結果では、市場環境が強気のときはそうでないときより気質効果が強く表れた。これは、市場の上昇局面では自己のポートフォリオに含み益が発生すると利益を確定するために売却を急ぎ、含み損の株式は損失を確定することを後回しにするためであると考えられる。そして、気質効果の表われやすい企業の属性について情報量との関係の観点から分析を行った。検証結果では、企業のIR情報量の多さは気質効果の表われやすさに影響を与えているとはいえないことが示唆された。

1. はじめに

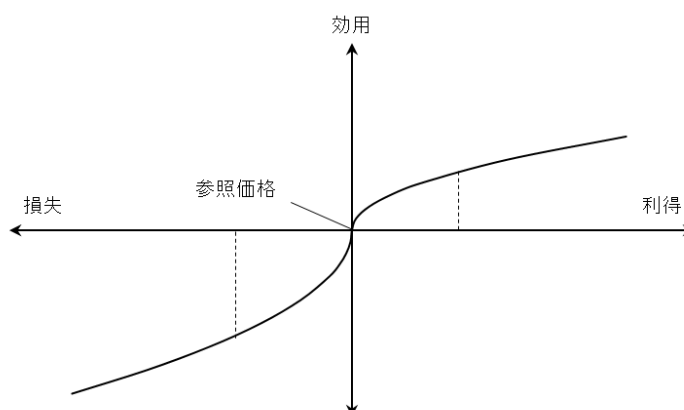
近年、世界的な金融危機の発生を機に、行動ファイナンスに対する関心がより一層強まっている。行動ファイナンスの理論によれば、市場は非効率的で、投資家には心理的バイアスがあり、時に非合理的な行動をとるといえる。

経済学においては、不確実性下での意思決定は規範的意思決定理論に基づいており、意思決定者は個々の選択肢の期待値を計算し、最大の期待値を提供する選択肢を選ぶ。このような合理的な行動が伝統的なファイナンスにおける効率的市場仮説のもとになっている。しかし、現実世界では人間の行動はこれだけではうまく説明できないことがあり、そこには問題も生じる。意思決定がなぜ規範から逸脱するのか、この非合理的な行動を説明する理論として代表的なものが Kahneman and Tversky (1979) によって発表されたプロスペクト理論である。プロスペクト理論では、価値関数とウェイト関数によって利得を評価する。価値関数は経済学における効用関数に相当する。意思決定者の図1のように参照点（参照価格）を判断基準に、利得の領域では上に凸で穏やかな曲線、損失の領域では比較的急な下に凸の曲線を描く。これは、利得の領域では人はリスク回避的であるのに対し、損失領

域ではリスク選好的となることを意味する。ウェイト関数は、意思決定に関する確率についての重みづけであり、不確実性について心の中で重みづけをしていることを示す。

プロスペクト理論と投資家行動を結びつける現象として株式市場における損失先送り効果がある。投資家は、利益 (Winners) を早期に確定し、損失 (Losers) を実現することを避けるため長く保持する傾向があるという。これは気質効果 **disposition effect** とも呼ばれ、投資家心理を表す代表的なバイアスの1つである。

図1 プロスペクト理論における効用関数



このように、投資家は様々な心理的バイアスをもって意思決定を行うが、この非合理的な行動は、株式市場での過大反応や過小反応を通じて株価のミス・プライシングを引き起こすことがある。長期的にみれば、合理的な行動を行う裁定取引家によって価格は適正水準に収束するが、それがいつなのかはファンダメンタルやノイズトレーダーの行動変化に依拠する。このような状況が継続することにより、バブルや大暴落などの金融危機の発生につながる恐れがある。投資家心理を理解することは、非合理的な取引によって投資家自身の消耗を防ぐだけでなく、企業活動や金融市場の効率性を図り、金融危機の予見やその解明に役立つと考えられる。

本稿では、投資家の代表的な心理的バイアスの1つである気質効果に注目する。まず、Statman et al.(2006)、城下・森保 (2009) の先行研究をもとに日本株式市場において投資家の気質効果の存在について確認する。その結果をふまえ、投資家の気質効果が表れやすい銘柄の企業属性について分析し、投資家心理に対する企業の在り方について考察する。

本稿の構成は、次の通りである。まず、第2章では、アメリカと日本の気質効果に関する先行研究をレビューし、整理する。第3章では、実証分析を行いその結果について報告する。第4章では、結論と今後の課題を述べる。

2. 先行研究と仮説の構築

先行研究として、まず、気質効果に関する研究が多く報告されているアメリカの研究について検討する。アメリカでの研究の視点を整理した上で、日本における気質効果に関する研究についてアメリカと比較しながら検討する。

2.1 アメリカにおける気質効果の研究

アメリカにおける気質効果の研究について検討する。気質効果は、Shefrin and Statman (1985)によって最初に報告された。彼らは、プロスペクト理論の中の損失先送り行動について現実の市場環境で見られるか検証した。1961年から1973年までの60本のミューチュアル・ファンドのデータを分析した結果、投資家は株価が上昇したときは早期に売却して利益を確定し、含み損を抱えているときは売却せず保持する傾向があることがわかった。Odean(1998a)は、1987年から1993年までの1万人のディスカウント証券会社の個人取引データを利用し、気質効果が存在するかを検証した。その結果、税金調整のための売却が多い12月を除いて、気質効果が観察された。また、気質効果以外の要因が関連している可能性をみるため、ポートフォリオのリバランス目的の売却の可能性、未売却の損失株が将来高い利益をもたらす可能性、取引コストとの兼ね合い、未売却の損失株がいずれ平均回帰するとの期待がある可能性という4つの要因についても検討している。その結果、これらの要因を排除した後も気質効果が存在することが明らかになった。

その後は、投資家間の気質効果の存在を検証するだけでなく、様々な視点から研究がされている。Dhar and Zhu (2002)は投資家全体を分析したOdean(1998a)の研究とは対照的に、バイアスの個人差を特定し、投資家の性質について明らかにすることを目的に気質効果を検証した。1991年から1996年までの期間について、大手ディスカウント証券会社の約14,000人の取引記録を利用し、年齢、職業、所得、取引経験によって投資家を分類した。投資家全体での結果は、Odean(1998a)のそれと同様に12月以外の期間で気質効果が確認された。しかし、1/5の顧客については気質効果が著しく小さかった。具体的には、専門職や富裕層、取引経験の豊富な人たちであった。

一方、投資家の個人差ではなく株式銘柄の差に着目し、気質効果の検証を行ったのがRanguelova(2001)である。1991年から1996年までの大手ディスカウント証券会社の取引データを利用し、気質効果と企業規模について検証した。それによると、企業規模が大きくなるほど気質効果が強く表れ、企業規模が小さくなると逆気質効果が表れることが観察された。これは、一般的に中小企業は企業情報が少なくアナリストの関心も低いことから、収益率が将来の価格を決める指標と認識する傾向にあり、個人投資家はモメンタム投資戦略をとりやすい。また、小型株はそのボラティリティの高さから、収益率が上昇すれば将来さらに高まることを期待して株式を保持し続け、収益率が低下すれば早期に売却する傾向を示すという理由である。

これまでみてきたように、アメリカにおける気質効果の研究は顧客データを利用した検証が多く行われている。一方で、株式市場のデータを利用した研究として Statman et

al.(2006)がある。彼らは、投資家によく見られるもう一つのバイアスである自信過剰について検証しているが、その際、類似した現象である気質効果についても検証し、二つのバイアスを区別することで自信過剰の存在を示すことを試みた。1962年から2002年までのNYSE/AMEXの月次データを使用し、売買回転率と市場収益率、個別株式収益率の関係について検証した。その結果、自信過剰とともに気質効果も存在することが観察された。以上みてきたように、アメリカにおける研究では実際の顧客データを利用した研究が広く行われている。気質効果の存在の確認のみならず、気質効果の表れやすい人の特徴についても多く研究されている。

2.2 日本における気質効果の研究

アメリカでは、気質効果について様々な視点から研究されていることを確認した。次に、日本における気質効果の研究について検討する。日本での気質効果に関する研究は少なく、そのほとんどが経済実験である。城下(2004)、高阪・竹中・筒井(2012)は、仮定の株式市場において気質効果の存在を検証し、その存在を観察している。実際の株式市場のデータを使用した研究は、和田(2001)が行っている。和田は1988年から1999年までの年次の都道府県別パネルデータを使用し、日本の株式市場における気質効果を測定した。また、気質効果と所得との関係について検証した。その結果、気質効果は観察されたが、それは損失回避よりも所得によって需要が変化する所得効果によるものと結論づけた。金子(2003)は、1998年から2003年までの期間において、303本の国内株式が含まれたファンドの評価損益率と解約率の関係から個人投資家の気質効果について検証した。評価損益率がマイナスの場合には、解約率は比較的 low、多少評価損益率が改善しても解約率は増えないことが観察された。これについて、損失のある状態での売却をせず損失確定を先送りしていると結論づけた。一方、株式の収益率と売買高から気質効果を測定したのが城下・森保(2009)である。彼らは、Statman et al.(2006)の研究にならい日本市場でも自信過剰と気質効果が存在するか検証した。1977年から2004年までの長期間であるが、全期間の標本とバブル期以前(1977年1月から1989年12月)とバブル期以後(1990年1月から2004年12月)に分けた標本で検証している。その結果、全期間を通じての分析では、アメリカでの結果と同様に自信過剰と気質効果が観察されたが、有意にその存在が確認された企業の割合は少なく、アメリカと日本では投資家行動に差異がある可能性を示した。部分期間による分析では、バブル期以前では自信過剰はみられなかったが、気質効果は強く表れていた。一方、バブル期以後の推定結果では、自信過剰がみられたが強さはなく、気質効果はバブル期以前より弱まる傾向を示した。このように、国や分析期間の違いによってバイアスの表れ方が異なることが確認された。また、ボラティリティとの高い相関関係も観察されており、バイアスの表れやすさに関連性があることが示唆された。これまでみてきたように、日本における気質効果の検証はアメリカのそれとは異なり、顧客データを使用した投資家個人のバイアスの有無や表れ方について研究しているものが少ない。また、分析期間によ

って推定結果が異なることもアメリカと異なる点である。

2.3 投資家行動と情報の関係についての研究

これまで投資家行動と気質効果に関する先行研究をレビューしてきた。気質効果は投資家の属性や信念に影響を受けることが確認された。また、投資家は過去の収益率や企業業績情報に反応し、行動をとることも示唆された。昨今、企業が情報開示を自発的・積極的に進めることが定着する中で、提供される情報内容や投資家間の情報格差は投資家行動に影響を与える要因となる。ここでは、投資家行動と情報に関する研究について検討する。

投資家もつ情報には、無料または低コストで入手可能な IR 情報やマクロ経済指標などの公開情報と、一部の投資家が独自調査によって入手した私的情報とがある。Kyle (1985) は、持っている情報の違いをもとに投資家を 2 種類に分類した。株式の本源的価値に関する内部情報を知っており、その情報を利用し戦略的売買を行う「情報トレーダー」と情報を持たず流動的なニーズによって取引を行う「流動性トレーダー」で、流動性トレーダーはしばしばノイズと呼ばれる誤認した情報によって取引するとしている。このノイズは、Black (1986) によると情報と対比されるもので、しばしば人はあたかも情報であるかのようにノイズに基づいて取引すると指摘する。ノイズに基づく取引はノイズトレーダーとも呼ばれ、非合理的な意思決定や行動をとる個人投資家にみられる。一方、Hirshleifer and Teoh (2003) は、投資家の注意力や情報処理能力に限界がある場合に情報提示方法の違いが市場価格に及ぼす影響をモデル化し、投資家が一部の情報を見落とす可能性について指摘している。このような投資家間の情報格差が現実の市場でどれだけ株価に影響を与えているかを検証したのが Chakravarty (2001) である。NYSE のデータベースを利用し、売買注文を出した投資家を特定した上で、それぞれの投資家による売買注文がどの程度価格変化に影響を与えているか調査した。その結果、機関投資家が情報優位にあり、その売買注文が株価変化の大部分を引き起していることを明らかにした。また、Lev (1988) は、情報の非対称性が存在することの格差により、高い取引コスト、厚みのない市場、証券の流動性低下など個人にも社会にも悪影響をもたらすと述べている。奥田 (2005) は、情報の複雑性や重要性の薄い情報が公表されていることについて投資家間の情報格差の存在を危惧し、情報の複雑性に起因する投資家間の情報格差が資本市場参加者にもたらす影響について理論的に分析した。情報の複雑性が増すと情報優位な投資家の活動が活発になること、企業に対する複雑な情報の提供の強制は、企業の資本コストを増大させる可能性があることを指摘している。

このように、投資家行動と情報の関係については、投資家間の情報の非対称性の存在やそれが市場や価格へもたらす影響について多くの研究がされてきた。本稿では、不確実性下での意思決定のバイアスである気質効果と企業情報の関係について検証することで、企業が投資家の非合理的行動に対処できるかどうかを検討する。

2.4 仮説の構築

先行研究より、日本の株式市場における気質効果の存在に関する検証はあまり行われておらず、また、調査期間によってその傾向が異なることが示された。そこで本稿では、まず、城下・森保（2009）の調査期間以降の日本株式市場における気質効果の存在について確認する。彼らの検証手順に従うと、気質効果と類似したバイアスである自信過剰について先に検証し、次に気質効果の検証をして両バイアスの区別をしている。自信過剰は、Odean(1998b)によって提示され、帰属バイアスの1つで成功は自分に帰属するという考えに基づく。とくに株式市場では、収益率の上昇を得たことは自分の能力によりもたらされた結果ととらえ、さらに売買を活発にする。市場全体の収益率が上昇しているだけでも、投資家自身の能力によるものととらえてしまう現象である。このことから、市場の収益率と売買回転率は正の関係があることがわかる。ここでの仮説は以下の通りである。

仮説1 過去の市場全体の収益率が高ければ、今期の市場の売買が活発になる。

気質効果と自信過剰との異なる点は、自信過剰が市場全体の収益率に対しての反応であるが、気質効果は個別株式に対する反応である。城下・森保（2009）の検証では、個別株式の収益率が上昇したときは売買回転率が増加し、低下したときには減少すると設定し、以下の仮説を示している。

仮説2 過去の個別株式の収益率が高ければ、今期の個別株式の売買が活発になる。

仮説3 今期の個別株式の売買が活発になるのは、過去の市場全体の収益率の高さよりも過去の個別株式の収益率に強く影響を受ける。

この結果をふまえて、気質効果の表れた銘柄と表れなかった銘柄について、その企業の特徴を明らかにする。企業にとって気質効果が表れやすいことは、株価が適切に評価されず、適正価格を示さないことになる。過小評価された場合は資本コストの上昇につながり、過大評価された場合は急激な株価下落の恐れを含む。気質効果は個人の属性や信念に影響を受けるものであるが、気質効果が表れやすい銘柄の企業属性について検討することは、まだ日本では行われていないことから新規性がある。気質効果は不確実性下での意思決定のバイアスであり、先行研究でも見てきたように投資家のもつ情報が非合理的な意思決定と関係があることから、本稿では不確実性を表す変数として情報量の少なさをを用いて実証する。ここでの仮説は以下の通りである。

仮説4 投資家の気質効果は、企業についての情報が少ないと表れやすい。

3. 実証分析

3.1 方法

3.1.1 気質効果の分析

ここでは、城下・森保（2009）の方法に従い、気質効果を検証する前に自信過剰について検証を行う。分析はベクトル自己回帰分析（VAR）を利用している。t期における株式市場全体の株価収益率 $mret_{t-k}$ と売買回転率 $mturn_{t-k}$ によって株価の動きと売買活動の関連をみる。コントロール変数としてボラティリティ mhv_{t-l} 、散らばり $disp_{t-l}$ を利用する。 $emturn_t$ と $emret_t$ はそれぞれ誤差項である。分析モデルは以下の通りである。

$$\begin{pmatrix} mturn_t \\ mret_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_{mturn} \\ \alpha_{mret} \end{pmatrix} + \sum_{k=1}^1 A_k \begin{pmatrix} mturn_{t-k} \\ mret_{t-k} \end{pmatrix} + \sum_{l=0}^1 B_l \begin{pmatrix} mhv_{t-l} \\ disp_{t-l} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} e_{mturn,t} \\ e_{mret,t} \end{pmatrix} \quad (1)$$

t-1期の市場収益率が売買回転率に正の影響を与えていれば、市場の株価上昇により生じた投資家の自信過剰の存在とみなすことができる。ここでさらに、インパルス反応関数を利用して、市場収益率がどれくらいの期間にわたって売買回転率に影響を与えるかを見る。

次に、気質効果の検証を行う。気質効果は、参照価格よりも株価が上昇すると早期に利益を確定し、下落した場合は損切をせずそのまま持ち続ける現象であるが、ここでは、個別株式の売買回転率 $turn_{t-k}$ と収益率 ret_{t-k} 、市場全体の収益率 $mret_{t-k}$ によって株価と売買活動の関連をみる。コントロール変数として個別企業のボラティリティ hvt_k を利用する。分析モデルは以下の通りである。

$$\begin{pmatrix} turn_t \\ ret_t \\ mret_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_{turn} \\ \alpha_{ret} \\ \alpha_{mret} \end{pmatrix} + \sum_{k=1}^1 A_k \begin{pmatrix} turn_{t-k} \\ ret_{t-k} \\ mret_{t-k} \end{pmatrix} + \sum_{l=1}^1 B_{hvt-l} + \begin{pmatrix} e_{turn,t} \\ e_{ret,t} \\ e_{mret,t} \end{pmatrix} \quad (2)$$

式(1)のVARモデルでは、個別株式については影響をみていないため、式(2)のVARモデルは、個別株式の売買回転率に対して個別株式の収益率と市場収益率が影響することを見ることができるモデルになっている。t期の個別株式の収益率の上昇が個別株式の売買回転率に正の影響を与えていれば、投資家の行動に気質効果が存在するとみなすことができる。一方、t期の市場収益率が個別株式の売買回転率に正の影響を与えていれば、市場の株価上昇により生じた投資家の自信過剰の存在とみなすことができる。

3.1.2 気質効果と企業属性の分析

気質効果の存在を推定した結果を用いて、企業属性との関係を検証するためロジットモデルを用いて分析を行う。分析モデルは以下の通りである。

$$DE = \alpha + \beta_1 webev1 + \beta_2 lnmv + \beta_3 inst + \beta_4 frflt \quad (3)$$

説明変数のDEは、t期の個別株式の収益率の上昇が個別株式の売買回転率に正の影響を与えていれば気質効果が有るとして、有=1、無=0を表す変数とする。webev1はWEB

サイトの充実度で情報量の多さを示す変数として入れている。lnmv は時価総額で企業規模を表す。inst は機関投資家比率で、株式持ち合いによる長期保有を考慮するためである。また、frflt は 50 単元未満の株式保有比率を計算した小株主持株比率で、短期売買を目的とした投資家行動を考慮するために加えている。WEB サイトの充実度に対する影響が負であれば、情報が少ないほど気質効果が表われやすい。また、流動的な短期取引をする割合が多いと考えられる個人投資家は非合理的な行動をする可能性があり、機関投資家は情報優位な立場にあり、合理的行動をとると考えられる。したがって、気質効果と機関投資家比率変数との関係は負となり、反対に小株主持株比率変数との関係は正になることが予測される。

3.2 データ

VAR モデルの推定において、QUICK 社のデータベース Astra Manager のデータを用いている。各変数は東証 1 部で取引される個別銘柄の月次収益率、月次売買回転率、月次市場売買回転率、月次市場収益率、月次ボラティリティ、月次の散らばりを算出した。市場収益率は当該月の東証 1 部全企業の投資収益率を時価総額ウェイトで加重平均した値であり、個別株式売買回転率は当該月の売買高を発行済株式数で除した値である。散らばりは当該月の個別株式の収益率の標準偏差である。散らばりとボラティリティとの違いは、ボラティリティがある時点での企業間の株価変動の差異の大きさであるのに対し、散らばりは時間方向に関する株価変動の大きさで、ポートフォリオのリバランスに関連する潜在的な取引活動を説明するため、Statman et al.(2006)の研究方法に従い加えている。分析期間は 2005 年 1 月から 2016 年 11 月までの 143 ヶ月間である。なお、本稿で使用する東証 1 部企業とは分析期間中の新規上場銘柄および上場廃止銘柄を含んでいる。変数の定義を表 1 に示す。

表 1 変数の定義

内生変数	表記	定義
市場収益率	mret	当該月の東証 1 部全企業の投資収益率を時価総額ウェイトで加重平均した値
個別売買回転率	turn	売買高/発行済株式数
市場売買回転率	mturn	当該月の東証 1 部全企業の個別売買回転率を時価総額ウェイトで加重平均した値
外生変数	表記	定義
市場ボラティリティ	mhv	当該月の東証 1 部全企業のヒストリカルボラティリティを時価総額ウェイトで加重平均した値
ボラティリティ	hv	当該月の個別日次株式収益率の標準偏差
散らばり	disp	当該月の個別企業の投資収益率の標準偏差

VAR モデルにおける変数の定常性を確認するため ADF (Augmented Dickey Fuller) 検定によって単位根検定を行った。その結果、すべての変数は定常時系列であることが示された。特に、市場売買回転率は、城下・森保 (2009) では非定常であったが、本稿では定常時系列であった。城下・森保 (2009) は、市場売買回転率が非定常であることから対数変換を行っているが、推定値の比較が容易になるよう本稿でも対数変換した売買回転率を使用する。図 2 は対数変換前の市場売買回転率と 12 ヶ月移動平均線の推移を示したものである。この売買回転率と 12 ヶ月移動平均線を対数変換した後、その差分を取ったものをトレンド除去済の回転率、つまり異常な売買回転率としてとらえて利用する。

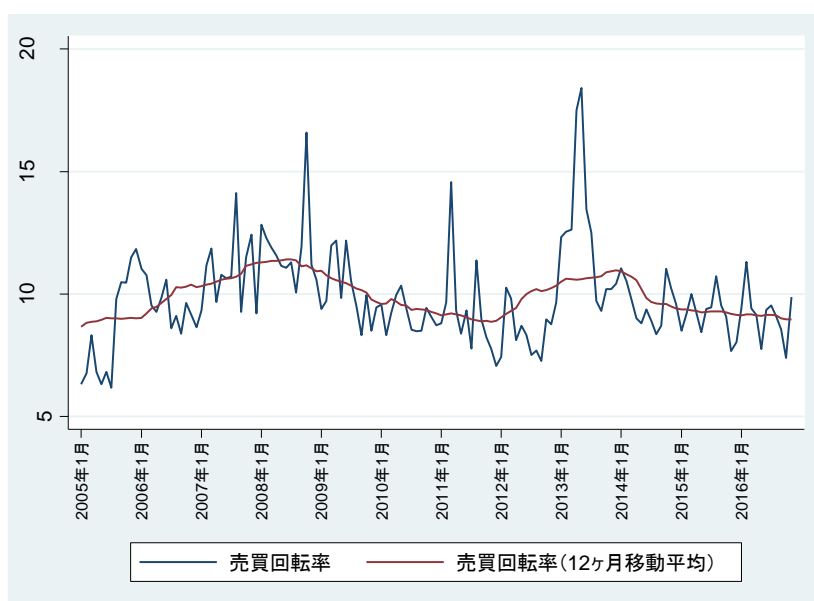


図 2 市場売買回転率の推移

表 2 は市場 VAR 分析に使用する変数の基本統計量である。市場売買回転率は、2008 年と 2013 年に 15%を超える高い時期があった。2008 年は、10月のリーマンショックによる世界的な株価暴落によるものである。2013 年は、アベノミクスへの期待感による株価の急騰により、5月には東証 1 部の売買代金は過去最高を記録しており、それに伴って市場売買回転率も 18%まで高まった。

市場売買回転率の平均は約 10%で、最も高かったのは 2013 年 5 月の 18.4%であった。トレンドを除去した市場売買回転率の平均は約 - 0.4%であった。市場収益率の平均は 1.05%で、最も悪化したのは 2008 年 10 月の - 17.5%であった。

表 2 基本統計量

	標本数	平均	標準偏差	最小値	最大値
市場売買回転率	143	9.985	1.926	6.179	18.415
トレンド除去済回転率 (対数変換後)	143	-0.373	15.569	-35.381	58.004
市場収益率	143	1.057	5.261	-17.538	14.019
ボラティリティ	143	32.082	12.250	16.911	116.054
散らばり	143	10.006	2.315	6.680	18.154

ロジットモデルの推定では、WEBの充実度、機関投資家比率、小株主持株比率のデータは日本経済新聞社のNEEDS-Cgesデータを使用する。これらの値は、2005年度から2016年度までの年次データを用い平均した値である。その他の変数はAstra Managerより使用する。企業規模の指標とする時価総額は、対数変換している。表3にロジットモデルの推定で使用する変数の基本統計量を示す。

表 3 基本統計量

	標本数	平均	標準偏差	最小値	最大値
WEB 充実度	1,757	52.140	8.088	35.733	87.583
時価総額 (対数変換)	1,757	24.660	1.531	21.591	30.519
機関投資家	1,757	21.520	14.851	0.009	82.022
個人投資家	1,757	18.514	10.588	0.508	84.208

3.3 実証結果

3.3.1 市場 VAR

内生変数のラグ数はAICに従いK=1、L=1に決定した。表4は、市場VARモデルを推定した結果である。

表 4 市場 VAR の推定結果

		$mturn_{t-1}$	$mret_{t-1}$	mhv	mhv_{t-1}	$sdret$	$sdret_{t-1}$	定数項
mturn	係数	0.513	0.004	0.007	-0.006	0.014	-0.002	-0.171
	標準誤差	0.067	0.002	0.001	0.001	0.005	0.005	0.045
	p 値	0.000	0.063	0.000	0.000	0.004	0.722	0.000
mret	係数	4.370	0.003	-0.348	0.071	1.312	-0.262	-0.530
	標準誤差	2.694	0.087	0.038	0.048	0.194	0.205	1.818
	p 値	0.105	0.969	0.000	0.138	0.000	0.202	0.771

1 期前の市場収益率 $mret_{t-1}$ は、市場売買回転率に正の影響を与えているものの、有意ではない。これは、市場全体の株価上昇が翌月の市場の取引活動を活発にしているとは言えず、投資家の自信過剰があるとは言いがたい。よって、仮説 1 を支持する結果は得られなかった。

同時期における市場ボラティリティおよび市場の散らばりは、市場売買回転率に対して正の影響を与えている。これは、市場全体の株価変動が大きい、あるいは企業間の株価変動が大きいときには、取引活動が活発になることが示されている。一方、1 期前の市場ボラティリティおよび市場の散らばりは、市場売買回転率に対して負の影響を与えている。

図 3 は、市場収益率に対する市場売買回転率のインパルス反応関数を示したものである。実線がインパルス反応関数で、着色された範囲が 95%信頼区間である。外生的なショックが加えられると第 1 期で最も大きな正の値をとるが、反応は小さい。3 期まで有意にその影響が続くが、時間の経過とともに 0 に近づいていき、ショックは約 8 ヶ月で消失することがわかる。このことから、市場収益率が上昇すると市場売買回転率は高くなり、その影響は約 8 ヶ月続くことが示された。

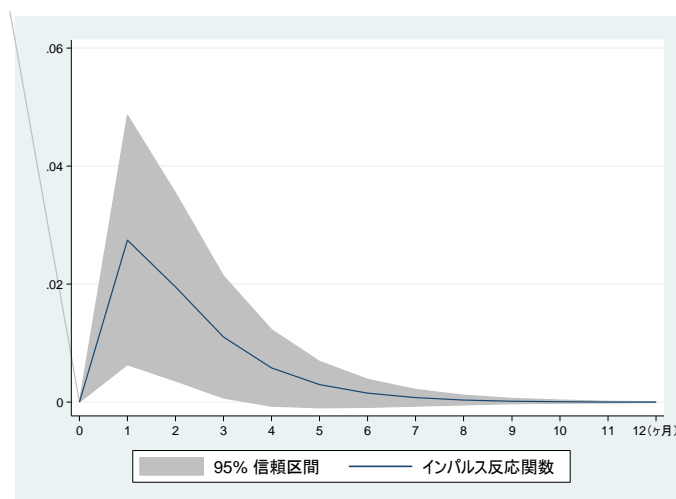


図 3 市場収益率から市場売買回転率に対するインパルス応答関数

3.3.2 個別株式 VAR

市場 VAR モデルの推定結果から、この期間における日本市場では自信過剰は表れていないことが明らかとなった。ここではさらに、気質効果は存在するかを検証した。

表 5 は個別株式について式(2)の VAR モデルを推定した結果である。分析期間中に 120 ヶ月連続した収益率および売買回転率が計測できるのは 1,757 社であった。これら全企業に関する推定結果を提示するのは紙幅の関係上不可能であるため、ここでは全企業の推定結果を集計したものを示す。

表中の「平均」、「5%分位点」、「中央値」、「95%分位点」の各行は、VAR モデルの係数の推定値の平均、5%分位点、中央値、95%分位点を表す。「有意比率」は、推定した VAR モデルの中で係数が 0 であるという帰無仮説を 5%の有意水準で棄却した企業の比率である。

この比率が高いほど、対応する係数が市場全体で見て有意である可能性が高い。

1期前の個別収益率が個別売買回転率に与える影響を示す係数は、-0.001で負の値をとっている。この係数が正となった企業で、5%の有意水準で帰無仮説を棄却した企業の比率は約7%である。多くの企業において個別株の1期前の収益率が売買回転率に影響を与えていない。城下・森保(2009)の結果では、1期前の個別株式の収益率は売買回転率と正の関係があり、有意比率も65%と半数以上の個別株式で気質効果があることを示唆している。またそれは、Statman et al.(2006)のアメリカでの結果と整合的である。これらの結果と比較すると、今回の結果は個別株式レベルにおいても株価の上昇は売買活動の活発さにはつながらず、気質効果の存在を強く示していない。従って、仮説2は支持されなかった。

1期前の市場収益率が、個別株式の売買回転率に与える影響は、0.013と正の値を示しており、有意比率も高い。過去の市場収益率は個別株式の売買回転率に影響を与えているということは、仮説3とは反対の結果となり、気質効果よりも自信過剰が強い可能性を示している。

表5 個別株式のVARの推定結果

Inturn	Inturn _{t-1}	ret _{t-1}	mret _{t-1}	hv	hv _{t-1}	定数項
平均	0.667	-0.001	0.013	0.014	-0.008	-1.231
5%分位点	0.431	-0.009	-0.001	0.007	-0.014	-2.093
50%分位点	0.686	-0.001	0.011	0.013	-0.007	-1.185
95%分位点	0.853	0.010	0.031	0.024	-0.002	-0.536
有意比率	100%	7.1%	46.9%	99.6%	86.4%	99.5%

ret	Inturn _{t-1}	ret _{t-1}	mret _{t-1}	hv	hv _{t-1}	定数項
平均	-0.668	-0.046	0.305	-0.010	0.025	-2.146
5%分位点	-3.624	-0.230	-0.052	-0.191	-0.108	-15.610
50%分位点	-0.589	-0.047	0.264	-0.026	0.021	-1.643
95%分位点	2.054	0.150	0.785	0.236	0.161	9.214
有意比率	15.0%	21.2%	44.2%	48.9%	23.8%	17.4%

mret	Inturn _{t-1}	ret _{t-1}	mret _{t-1}	hv	hv _{t-1}	定数項
平均	-0.134	-0.002	0.184	-0.117	0.049	2.658
5%分位点	-1.819	-0.092	0.092	-0.196	-0.006	-2.514
50%分位点	-0.004	-0.003	0.184	-0.118	0.047	2.791
95%分位点	1.154	0.101	0.274	-0.034	0.108	7.429
有意比率	9.0%	10.0%	67.5%	95.9%	43.6%	24.9%

以上の結果は、城下・森保（2009）のそれと異なる。検証期間が異なると、気質効果も自信過剰もみられないことが明らかとなった。Kim and Nofsinger（2003）は1984年から1989年を強気市場、1990年から1997年を弱気市場と定義し、日本における個人投資家の行動を検証しているが、それによると強気市場では個人投資家の取引活動が活発になり、また、損失よりも利益を確定する傾向があることを指摘している。城下・森保（2009）の検証でも期間別の検証を行っており、バブル期以前の推定結果では気質効果が強く表れていたが、バブル期以後ではバブル期以前より弱まる傾向を示唆している。本稿で分析している期間についても、アメリカのサブプライムローン問題を発端とする世界的金融危機による日本株式市場における株価低迷の局面と、第二次安倍内閣発足への期待感からの株価高騰局面とが含まれている。よって、本稿でも市場環境による差異を検証するため、分析期間を2005年1月から2011年12月までと2012年1月から2016年11月までに分割し、期間別のVARモデルを推定した。表6は部分期間ごとの個別株式のVARの推定結果である。2012年以前の結果をみると、過去の個別株式の収益率が売買回転率に有意に影響を与えている企業は5.9%であるのに対し、2012年以降では8.5%に増加している。つまり、2012年以前よりも2012年以降において気質効果が強まった可能性を表しており、株価が上昇する局面では気質効果が強く表れていた城下・森保（2009）の検証結果と整合的である。これは、市場の上昇局面では自己のポートフォリオに含み益が発生すると利益を確定するために売却を急ぎ、含み損の株式は損失を確定することを後回しにしようとする気質効果と一致すると考えられる。

表6 期間別個別株式のVARの推定結果

2005年1月～2011年12月

Inturn	Inturn _{t-1}	ret _{t-1}	mret _{t-1}	hv	hv _{t-1}	定数項
平均	0.640	-0.001	0.013	0.013	-0.007	-1.356
5%分位点	0.374	-0.012	-0.004	0.006	-0.014	-2.482
50%分位点	0.661	-0.002	0.011	0.012	-0.007	-1.275
95%分位点	0.849	0.011	0.035	0.023	-0.001	-0.505
有意比率		5.9%	34.4%			

2012年1月～2016年11月

Inturn	Inturn _{t-1}	ret _{t-1}	mret _{t-1}	hv	hv _{t-1}	定数項
平均	0.462	0.000	0.013	0.016	-0.004	-1.967
5%分位点	0.115	-0.015	-0.010	0.005	-0.016	-3.548
50%分位点	0.472	-0.001	0.012	0.014	-0.004	-1.856
95%分位点	0.771	0.016	0.038	0.032	0.007	-0.754
有意比率		8.5%	31.0%			

3.3.3 気質効果に対するロジットモデルの推定分析

個別株式の VAR モデルの推定の結果を利用し、気質効果の有無と気質効果の出現に影響を与える可能性のあるいくつかの企業属性についてロジットモデルにより分析を行った。推定結果は表 7 に示す通りである。企業の情報量に関する変数として、WEB 充実度を加えたが、気質効果と有意な関係は見られなかった。企業規模を表す時価総額についても有意な関係は見られなかった。機関投資家比率は負の関係、小株主持株比率では正の関係があり、それぞれ有意に影響を与えている。機関投資家比率は株式持ち合いによる長期保有の投資家を考慮するために加えており、機関投資家の所有数が多い株式は気質効果を表しにくい。一方、小株主持株比率は流動性のニーズにより取引する投資家の影響を考慮するために加えており、小口の投資家が多い株式は気質効果を表す。

表 7 気質効果のロジットモデルの推定結果

変数	略語	係数	z 値
WEB 充実度	webev1	0.007	(0.41)
時価総額 (対数変換後)	lnmv	-0.062	(-0.58)
機関投資家比率	inst	-0.052***	(-4.09)
小株主持株比率	frflt	0.035***	(4.11)
切片	_cons	-1.306	(-0.55)
サンプル数	1757		
疑似決定係数	0.091		

注) ***, **はそれぞれ 1%、5%水準で有意なことを表す。

当初、不確実性の下では情報量の少なさが気質効果を表れやすくすると予想していたがそれは確認できなかった。情報量の少なさは気質効果の要因になっているとはいいがたく、よって、仮説 4 は成立しないと考えられる。また、企業規模については、企業規模が大きいほど気質効果は表われやすいとする Ranguelova(2001)のアメリカでの検証結果と対照的になった。本稿での検証結果と異なる理由は、説明が困難ではあるが、以下の 3 点が考えられる。まず、推定結果の疑似決定係数が低いことから、適切な説明変数をモデルに含めきれていない可能性が考えられる。Ranguelova(2001)では、個人証券口座の情報に基づいて分析していることから、長期保有株式ダミー、マージンコールダミー、12 月効果ダミーといった投資家行動の特徴的な変数が加えられている。本稿では機関投資家比率と小株主持株比率のダミー変数により機関投資家と個人投資家の行動を区別しているが、株式市場全体のデータから分析しているため、個々の投資家行動を把握することには限界がある。データ収集方法により、これらに対応するような変数を加えることでモデルの頑健性をより高められる可能性がある。これについては今後検証する。次に、意思決定に影響を与える要因としての情報は、その量よりも質が重視される可能性がある。本稿で採用した WEB

充実度の値は情報量という点では企業間に大差はなく、均質的であったと考えられる。奥田（2003）が指摘しているように、情報の複雑性が増すと情報優位な投資家の活動が活発になる。また、ノイズによって取引する流動性トレーダーは情報に依存しないことや、情報を誤認することもある点から、個人投資家の中でも情報優位な投資家の活動のみをとらえた可能性や情報と関係なく取引した結果による可能性も考慮する必要がある。最後に、投資家行動の変化が考えられる。近年、企業と投資家の対話の重要性が高まっており、資本市場において長期的視点に立った投資行動を推奨する流れになってきている。企業は、財務情報だけでなく非財務情報などの統合情報の自発的開示によって自社の持続可能性について投資家に伝える努力をしており、これらが投資家の短期主義的な行動の抑制に効果をもたらしている可能性が示唆される。

4 結論

本稿では、行動ファイナンス理論で考慮される心理的バイアスの1つである気質効果を取り上げ、2005年1月～2016年11月までの143ヶ月間について日本株式市場における気質効果の存在の有無を確認した。そして、気質効果の表われやすい企業の属性について情報量との関係の観点から分析を行った。本稿での検証結果において得られた知見は、3点あげられる。第一に、2005年1月から2016年11月までの検証結果では、気質効果が表れた企業は7%で城下・森保（2009）の結果より弱かったことが確認された。第二に、2005年1月から2011年12月までと2012年1月から2016年11月までの期間別結果では、市場環境が強気のときはそうでないときより気質効果が強く表れた。第三に、企業のIR情報量の多さは気質効果の表われやすさに影響を与えているとはいいがたいことが示唆された。

この結果から検討すべきことは、情報量よりも情報の種類や質が影響している可能性があることである。近年、非財務情報の開示も積極的に行われており、投資家が必要とする情報の種類や公開方法による反応の違いもあると考える。また、方法論の観点からは、気質効果については城下・森保（2009）の方法で行ったが、別の検証方法も検討する必要がある。これらは次回の課題としたい。

(参考文献)

- 奥田真也（2005）「情報の複雑性が資本市場参加者に与える影響について」『現代ディスクロージャー研究』（6）, 39-48
- 音川和久（2009）『投資家行動の実証分析：マーケット・マイクロストラクチャーに基づく会計学研究』中央経済社
- 角田康夫（2001）『行動ファイナンス』金融財政事情研究会
- 金子久（2003）「個人投資家の投資行動と普及への展望」『証券アナリストジャーナル』41(7),18-31
- 坂上貴之（2009）『意思決定と経済の心理学』朝倉書店

- 城下賢吾 (2004) 「小口個人投資家の気質効果」『山口経済学雑誌』 52(4), 661-683
- 城下賢吾・森保洋 (2009) 『日本株式市場の投資行動分析』中央経済社
- 高阪勇毅・竹中慎二・筒井義郎(2012) 「気質効果と損失回避」『行動経済学』 5, 189-192
- 和田良子 (2001) 「パネルデータによる日本の株式市場における Disposition Effect の計測」
『敬愛大学研究論集』 61, 151-163
- Black,F.,(1986) “Noise”, *Journal of Finance*, 41(3), 528-543
- Chakravarty,S.,(2001) “Stealth-trading: Which traders’ trades move stock prices?”,
Journal of Financial Economics, 61(2), 289–307
- Dhar,R., and Zhu,N., (2002) “Up Close and Personal: An Individual Level Analysis of
the Disposition Effect”, *Yale ICF Working Paper* No. 02-20.
- Hirshleifer,D. and Teoh,SH., (2003) “Limited attention, information disclosure, and
financial reporting”, *Journal of accounting and economics*, 36(1-3), 337–386
- Kahneman,D. and Tversky,A. (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision under
Risk” *Econometrica*, 47(2), 263-292
- Kyle,A.,(1985) “Continuous Auctions and Insider Trading”, *Econometrica*, 53(6),
1315-1335
- Kim,K.A.,and Nofsinger,J.R, (2003) “The behavior and performance of individual
investors in Japan”, *Pacific Basin Finance Journal*, 11(1), 1-22.
- Lev,B.,(1988) “Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy”, *The
Accounting Review*, 63(1), 1-22
- Odean,T., (1998a) “Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?”, *Journal of
Finance*, 53(5), ページ
- Odean,T., (1998b) “Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above
Average”, *Journal of Finance*, 53(6),1887–1934
- Rangelova,E., (2001) “Disposition Effect and Firm Size: New Evidence on Individual
Investor Trading Activity”, *Harvard University Working Paper*
SSRN: <https://ssrn.com/abstract=293618>
- Shefrin, H.,(2002) *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and
the Psychology of Investing*, Oxford University Press (H.シェフリン 鈴木一功 (訳)
(2005). 行動ファイナンスと投資の心理学—ケースで考える欲望と恐怖の市場行動への
影響 東洋経済新報)
- Shefrin,H., and Statman,M., (1985) “The Disposition to Sell Winners too Early and Ride
Losers too Long: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, 40(3), 777–790
- Shleifer,A.,(2000) *Inefficient Market*, Oxford University Press (A.シュレイファー 兼広
崇明 (訳) (2001). 金融バブルの経済学 東洋経済新報)
- Statman,M.,Thorley,S., and Vorkink,K.,(2006) “Investor overconfidence and trading

volume”. *Review of Financial Studies*, 19(4), 1531-1565.

投稿論文執筆要綱附則

- (1) 文字フォントは MS 明朝体を使い，論文タイトルは 16pt，見出しは，章については 12pt，節は 11pt，本文は 10.5pt を用いてください。ただし，タイトルは邦文の論文の場合，邦文タイトルに続いて，英文タイトルも記述してください。
- (2) 邦文の論文の場合，日本語の執筆者名，および，ローマ字での執筆者名を 12pt で記述して下さい。
- (3) タイトル，執筆者名に続いて 400 字以内の邦文要旨、および 250 語以内の英文の要旨をつけて下さい。
- (4) 文章の句読点は「，」と「．」を使ってください。また，特殊文字（メール等で文字化けの可能性のある文字），たとえば①②等はいないようにして下さい。
- (5) 漢字，ひらがな，カタカナ以外（アルファベット，数字，/等）は，半角で入力して下さい。
- (6) 数式の変数は可能な限りイタリックで表示してください。ただし，exp, log, lim 等と数字，大文字のギリシャ文字は立体を用いて下さい。また，∴∵∀∃などの略号はできるかぎり使わずに言葉で表現してください。数式番号は(1)，(2)・・・のようにカッコ付きの通し番号とし，数式の右側に配置して下さい。
- (7) 本文を章や節に分ける場合は，以下の例のような表記方法に従って下さい。(1)，(2)・・・①，②・・・などはいないようにお願いします。

例： 1 はじめに
2 これまでの研究
2.1 理論
2.2 実証
2.2.1 日本
2.2.2 米国
・・・

- (8) 注は論文の最後にまとめ，本文の挿入該当箇所に下記のように肩付の通し番号を付けて下さい。
詳しくは注を参照³。
- (9) 引用文献は下の例に倣って作成し，本文や注の後にまとめて下さい。また記載の方法については以下の規則に従ってください。
 - (a) 日本語文献，外国語文献の順。
 - (b) 日本語文献は，姓の「あいうえお」順。
 - (c) 外国語文献は，Family Name の「アルファベット」順。

- (d) 同一著者の場合は「発表年」順，同一年に発表された論文が複数ある場合は，発表年の後に a, b, c・・・を付けて区別してください。たとえば (1985a), (1985b) など。

引用文献の書き方の例

小林孝雄 (1991), 「株式の理論価格：現代ポートフォリオの視点」『証券アナリストジャーナル』 29(5), 1-11.

福田祐一, 齊藤誠 (1997), 「フォワード・ディスカウント・パズル：展望」『現代ファイナンス』 1, 5-18.

米澤康博, 丸淳子 (1984), 『日本の株式市場』東洋経済新報社.

Modigliani, F., and E. Perotti (2000), "Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection," *International Review of Finance* 1(2), 81-96

Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Oxford University Press

補足説明

- ・ 第 29 巻第 5 号は'29(5)'と表現し，巻がなく通号だけの雑誌の場合，たとえば第 1 号は'1'とだけ表現してください（書き方の例の小林論文と福田/齊藤論文がそれぞれに対応）．英文についてもこれに準じてください．
- ・ 巻号あるいは通号の表記がない雑誌で，季節(夏, Fall 等), 月(1 月, June 等), 日付等が記載されている場合には，それを雑誌名の後に記してください．ただし，巻号，あるいは通号のある雑誌については不要です．雑誌以外の引用文献（たとえば新聞等）もこれに準じてください．
- ・ 巻号，通号，季節/日付等の記載のない引用文献については，必要と思われる情報を適宜引用文献名の後に記して下さい．
- ・ ディスカッション・ペーパー等を引用する場合もこれに準じて必要な情報を記して下さい．
- ・ 雑誌などを引用する場合には，書き方の例に倣ってページ数を最後に記して下さい．'ページ', 'p.', 'pp.'等の表記は不要です．
- ・ 単行本については上記の例のように出版社を明示してください．

- (e) 本文中や注で引用する場合は，著者名(発表年)として下さい．例えば，小林 (1991) , Shleifer (2000) など．また共同論文を引用する場合は著者名の間日本語文献では『・』外国語文献では著者名の間を『and』を入れてください．たとえば，米澤・丸(1984), Modigliani and Perotti(2000)など．執筆者が三名以内のときはすべての著者名を列挙し，三名を超える場合には適宜 'et al.' あるいは「・・・他」を用いて下さい．

(10) 図表は見やすく整理し，必要最低限に絞るようお願いします．

- (a) 図表は図と表に分けて通し番号を付け，次の例のようにそれぞれ表題を記して下さい．表の縦罫線ははずして下さい．また本文中に挿入して下さい．

例：

表 1 投稿論文の採用状況

年 度	投稿論文数	採録論文数	採択率
1993	15	9	60%
1994	20	11	55%
1995	25	12	48%

(注)年度区分は当初の投稿時点による。

- (b) プリンターから打ち出された膨大な量のアプトプットをそのまま添付することは避けてください。
 - (c) 図は原則として本文中に挿入されたものを使用しますので、そのつもりで作成をお願いいたします。
 - (d) カラー印刷の図表は避けてください。図表は白黒印刷でも識別しやすいように作成してください。
- (11) 誤りを少なくするため、数式についてはできる限り簡潔な表現をお願いします。
- (a) 通常あまり使われない表現や複雑な表現は避けてください。例えば、 $f(x)$ が複雑なときは $e^{f(x)}$ の代わりに $\exp\{f(x)\}$ を用いたり、添え字の添え字などは避けるようお願いいたします。
 - (b) 数式の導出過程や計算プロセスなど長々と記述することのないようお願いいたします。ただし、審査の効率化のため、必要に応じて、省略された導出、計算過程を別紙に記入して添付してください。掲載の際には読者の求めに応じて導出、計算過程を提供する用意がある旨を付記し、要求のあった読者には送付するなどの措置をとっていただければ、なお結構です。
- (12) なお、論文の分量は特に規定を設けておりません。論文の論旨展開上不可欠であれば無理に短くする必要はありません。ただし、編集委員会が冗長だと判断すれば、カットをお願いすることもあります。
- (13) 投稿された論文は採否を問わず返却しません。
- (14) 採録論文の著作権は青山学院大学大学院国際マネジメント学会に属します。
- (15) 論文の電子データは以下のメールアドレスまで添付しておくってください。

IMR@gsim.aoyama.ac.jp

また、そのハードコピーを青山学院大学大学院国際マネジメント研究科合同研究室まで提出してください。

投稿規程

(学会誌の目的)

第1条

国際マネジメントおよびその関連分野の研究を活性化し，発展に資することを目的とする．採録する論文は，国際マネジメントおよびその関連分野の理論，実証，応用に関する邦文あるいは英文の論文とする．

(応募資格)

第2条

学会誌への投稿者は青山学院大学大学院国際マネジメント学会の正会員，学生会員，および修了生会員でなければならない．

(論文の審査および掲載)

第3条

論文の掲載可否については指導教官の許可にもとづき編集委員会がこれを決める．審査結果によっては論文の修正が要請される．

(書式および送付先)

第4条

論文の書式および送付先については論文執筆細則に定める．

平成 29 年 3 月 発 行

発行 東京都渋谷区渋谷 4-4-25

青山学院大学大学院国際マネジメント学会

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科附置・

国際マネジメント学術フロンティア・センター

INTERNATIONAL MANAGEMENT REVIEW

Volume 6 March 2017

CSR in Germany: Why Germany is Considered a Latecomer to CSR
..... Junichi Hayashi (1)

(Prize Paper at 2016 Students Prize Paper Contest
in Graduate school of International Management)

A Study of the Disposition Effect and Corporate Characteristics
in Japanese Stock Market Mayuka Matsuzaki (21)

