合理的な企業不動産戦略の実現に向けた情報有用性の検証

―遊休不動産情報に対して企業と投資家が認める情報価値を中心に―

Investigation of the Usefulness of Idle Real Estate Information for Realizing Rational Corporate Real Estate Strategies: Focusing on the value of idle real estate information acknowledged by companies and investors

明海大学大学院不動産学研究科不動産学専攻

古川傑(SUGURU FURUKAWA)

指導教員：山本卓

2021 年度　博士論文

はしがき

本論文を執筆するにあたっては、学内外を問わず、多くの方にご指導とご支援をいただいた。ここに記して感謝申し上げたい。

まず、指導教員である山本卓先生に感謝申し上げなければならない。学部 3 年次の導入ゼミから計 7 年にわたりご指導いただいた。山本先生は、研究において事実を丹念に追うことの意味や、研究を通じて社会科学の意義を深く考察することの大切さを時間をかけて丁寧に教えてくださった。大学院ゼミを振り返ると、山本先生の鋭い指摘やコメントに私自身の理解が追い付かず、答えに窮することが多かったが、いただいた指摘やコメントに対し時間をかけて考えてみると、どれも本質をついているものであった。自身の考えがいかに浅薄であり、そういった指摘やコメントに論理的に答える必要性を感じた。また、本論文の助言とともに、共同での論文投稿、著書出版、学会報告にいたるまで親身にご指導いただいた。本論文が先生の求める水準に達しているとは到底思えないが、いつかは先生のご期待にお応えできるように研究の研鑽に励んでいきたい。

また、本論文の副査を引き受けてくださった中城康彦先生、表明榮先生、小松広明先生には多大なるご指導とご助言をいただき感謝申し上げたい。本論分に対するテクニカルな側面だけではなく、研究者としての本質など大学院生活で学んだことの多くが先生方から得たものであると言っても過言ではない。

その他の先生方からも多くのことを学んだ。なかでも宅間文夫先生からは、大学院講義のほかに、統計学の知識が未熟な私に毎週時間を割いて直接指導してくださった。統計学の基礎から応用まで丁寧に教えていただき、本論文の実証分析の基礎となっている。今後も宅間先生に教えていただいたことを活かし研究に励んでいきたい。また、斎藤千尋先生にも感謝申し上げたい。学部生のころから先生の空いている時間に親身に相談にのっていただき、今後のことについて話してくださった。先生は常に私のことを気遣って下さり、勇気づけてくださった。先生の励ましがなければ、この長い年月を乗りきれたかどうかわからない。山本先生の所属する箕輪徳二教授主宰の財務制度研究会のメンバーの方々には、毎月の研究会の際には、大きな刺激を受ける場であったと同時に、有益な助言をいただき心より感謝している。

最後に、両親にも感謝申し上げたい。医療従事者としての道を示していただいたにもかかわらず、不動産に興味をもった私に対して快く後押ししてくれた。快諾なければ博士課程修了まで辿り着いていなかったと感じている。ご協力いただいた皆様へ心から感謝の気持ちと御礼を申し上げたい。

2022 年 3 月吉日

古川傑

Investigation of the Usefulness of Idle Real Estate Information for Realizing Rational Corporate Real Estate Strategies: Focusing on the value of idle real estate information acknowledged by companies and investors

〈Abstract〉

The aim of this study was to elucidate “useful information for the interested parties of a company” and “the effect of the management of corporate real estate on social economy based on the company’s social responsibility” using idle real estate information. To this end, companies and investors were analyzed from the following three perspectives: (1) the possibility of utilizing financial statements, (2) the possibility of utilizing non-financial information, and (3) a case study of a company’s development of its idle real estate. Consequently, it was revealed that a company’s interested parties such as investors acknowledged idle real estate information as quite useful and that a company possessing idle real estate was requested to cope with a new business model for utilizing idle real estate. It was suggested that companies promoting environmental management could improve their corporate values using real estate stocks. Grappling with company-wide environmental management and utilizing idle real estate to develop a sustainable town were considered rational corporate real estate strategies to contribute to the realization of community development.

目次

第１章　問題意識と本研究の目的.....1
第１節　問題意識.....1
第２節　究明課題.....2
第３節　本論文の分析視点.....3
第４節　分析アプローチ.....8
第５節　本論文の新規性、発展性および貢献性.....8
第６節　本論文の構成.....10
【参考文献】.....11

第２章　企業活動における遊休不動産をめぐる課題.....12
第１節　はじめに.....12
第２節　遊休不動産の現状.....14
第３節　遊休不動産の分類.....16
第４節　遊休不動産に対する社会的関心の変遷.....17
第５節　不動産会計制度の概要.....19
第６節　まとめ.....30
【参考文献】.....31

第３章　関連する先行研究と本研究の位置づけ.....33
第１節　はじめに.....33
第２節　減損会計.....34
第３節　コーポレート・ガバナンス.....41
第４節　公正価値評価.....48
第５節　ESG.....53
第６節　まとめ.....56
【参考文献】.....58

第４章　財務情報の活用可能性.....63
第１節　はじめに.....63
第２節　減損会計基準の開示情報を活用した実証分析.....65
第３節　賃貸等不動産会計基準の開示情報を活用した実証分析.....83
第４節　企業不動産の売却アナウンスメントの短期的株価反応に基づいた実証分析..97
第５節　まとめ.....104
【参考文献】.....108

第５章　非財務情報の活用可能性.....112
第１節　はじめに.....112
第２節　先行研究.....113
第３節　仮説展開.....116
第４節　環境経営度調査を活用した実証分析.....118
第５節　分析結果.....122
第６節　まとめ.....130
【参考文献】.....131
【補論】企業の不動産ストックに関するアンケート調査.....133

第６章　遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディ.....137
第１節　はじめに.....137
第２節　企業不動産戦略の概略.....139
第３節　パナソニックの遊休不動産開発事例.....140
第４節　パナソニックと関連会社の業績.....145
第５節　ヒアリング調査.....155
第６節　まとめ.....160
【参考文献】.....162

第７章　結論と今後の展望.....164
第１節　はじめに.....164
第２節　各章のまとめ.....166
第３節　本論文の結論.....171
第４節　究明課題への示唆および今後の展望.....174
【参考文献】.....177

第１章　問題意識と本研究の目的

第１節　問題意識

企業の保有する遊休不動産は、空き家・空き地同様に安全性の低下、公衆衛生の悪化、風景・景観の阻害等の生活環境への影響を及ぼすものである。また、企業活動において収益性の低下等により遊休化した不動産は、就業機会の消失や、その地域周辺の経済活力への影響、さらには土壌汚染問題等による流動化リスク等の外部不経済を生じる存在になっている。今後、人口減少や少子高齢化を背景とした労働人口の減少による労働生産性の低下が懸念されるなか、国や地方公共団体が日本の経済成長にむけて遊休不動産の利活用に取り組んでいるが[1]、その効果は限定的である。したがって、企業活動における遊休不動産のあり方が重要な役割を果たすものと考える。

第１の問題意識は、企業の保有する遊休不動産の懸念される点は、不動産の市場性が減退してしまうことであり、合理的な企業不動産戦略によって市場性の減退を抑制する必要がある。したがって、遊休不動産を保有する企業が、それをどのように利活用していくことで企業価値[2]を高められるのか、今後の経営戦略はどのようにあるべきかを検討する必要がある。

また、企業が作成する財務情報は、経営者の意図に左右される。それは、企業が開示する情報は忠実な表現がなされた財務情報であるのか投資家等の利害関係者は直接的に観察できないからである。それらの財務情報の信頼性が担保されているのかについては、各企業のガバナンスや企業を取り巻く制度環境にも依存する。したがって、企業を取り巻く利害関係者はどのような情報に有用性を認めるのか検討する必要がある。

第２の問題意識は、遊休不動産は工場跡地等の遊休状態の割合が高い傾向にあり、土壌汚染問題等の発覚の可能性があることを指摘できる。それらの遊休不動産は土壌汚染、アスベスト汚染、CO2 問題等の環境問題における存在は大きく、企業が果たす社会的責任が注目される。仮に、土壌汚染問題等が発覚した場合、不動産価値に影響を与えるばかりでなく、株価を通じて企業価値を損ねる可能性がある。したがって、環境問題における遊休不動産の存

---

1 国土交通省が進める「土地・不動産の最適活用による生産性革命」では、様々な施策を打ち出し、遊休不動産、空き家・空き地について流動化等を通じた有効活用を図り、需給のミスマッチの解消、新たな需要の創出等を検討している。

2 企業価値とは、企業全体の価値を示す指標であり。本論分では株式市場で評価された企業の価値として捉えている。

在は大きく、企業が果たす社会的責任が注目される。

そこで、本論文では、遊休不動産情報を活用し、企業および投資家を分析対象として、両側面から検討し、【究明課題 1】企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か【究明課題 2】社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響の 2 点を究明課題としている。これらを考察することによって、究明課題に資する証拠を提示したい。

第 2 節　究明課題

財務報告とは、利害関係者に対する公正な財務状況及び利益配分の報告を行うことで、その目的は、利用者の意思決定に役立つようにその企業について財務情報を適切に報告することである。財務報告の目的は、投資家の意思決定に有用な情報提供であることから、経営者は情報提供の非対称性を緩和させるため注記情報を充実させ、投資家に対し信頼性を伝えようとする動機と株主の効用を犠牲にして経営者の効用を最大化するといった機械主義的な動機も持つものと考えられる。他方、投資家は業種ごとに異なるベンチマークにより財務の健全性等を判断するように、企業の保有する不動産について、その開示される注記情報から、資産特性についても異なった視点で意思決定を行うものと考えられる。

近年、国際的にも財務報告における信頼性担保に係る研究が蓄積されてきている(Glover *et al.* 2017)。国内企業では報告書等の信頼性担保への取り組みに力を入れている企業も増加傾向ではあるものの、企業にとってマイナス情報となる開示に対しては消極的である。情報に対するニーズが異なる企業関係者の意思決定に基づいて、遊休不動産の利活用が促進されることにより外部不経済の抑制が期待される。また、固定資産の減損会計や賃貸等不動産の時価開示等の不動産に関連した会計基準の変更等により、企業不動産の価格変動が財務情報およびその開示情報等に影響を与えるようになってきた。ここで、第 1 の究明課題を「企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か」と設定する。

【究明課題 1】企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か

環境問題の深刻さが増すにつれ、企業の役割に対する社会の期待も大きくなり、企業に対して多くの CSR（社会的責任）活動を求めるようになってきた。これまで、企業の CSR パフォーマンス（CSP）と企業業績との関係に係る研究は、米国を中心に、1970 年代以降に数多

く試みられてきている。既存研究をサーベイしたPeloza(2009)では、59%の先行研究がCSRとCFP（フィナンシャル・パフォーマンス）との関係は正の関係であるとし、27%が負の関係、14%が正負のどちらとも言えない関係と報告している。また、同様の研究では、Friede *et al.*(2015)が、CSR活動とCFP（フィナンシャル・パフォーマンス）とマイナスの関係にない研究は約90%と報告し、大多数の研究では肯定的であり、ESG（環境、社会、ガバナンス）は企業業績に長期的に安定してプラスの影響を与えていると指摘している。さらには、環境側面からの研究において、Dixon-Fowler *et al.*(2013)は、環境パフォーマンスと企業業績はプラスの相関があることを指摘している。

近年、企業不動産と環境との関係が注目され、土壌汚染、アスベスト、CO_2排出等、企業不動産に起因する環境問題も多い。企業不動産を取り巻く環境の変化にともない、企業価値を向上させる経営資源として、最適かつ効率的に運用するだけではなく、所有者責任の観点から適切な管理および環境面に配慮した積極的な取り組み姿勢が求められている。企業がCSR（社会的責任）の視点を持たない場合には、様々なステークホルダーの信頼を損ない、社会的・経済的な損失等の企業価値を損なうリスクを被ることになる。したがって、企業不動産マネジメントには、環境面への配慮、地域社会への貢献などの観点も必要である。ここで、第２の究明課題を「社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響」と設定する。

【究明課題2】社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響

第3節　本論文の分析視点

【究明課題1】企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何かおよび【究明課題2】社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響に対する示唆の獲得という二つの究明課題に対する答えを導くために本論文では、以下の３つの点について検討したい。すなわち、①財務諸表の活用可能性、②非財務情報の活用可能性、③遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディである。

3.1　財務情報の活用可能性

近年、企業活動や資本市場のグローバル化、会計基準の国際的動向を背景に公正価値会計が拡大し、企業不動産に関連する会計制度である「固定資産の減損にかかる会計基準(以下、減損会計基準)」が2006年3月期より強制適用されている。

現在では、実務において定着しつつあるが、経営者の判断と見積もりに委ねる部分も多く減損会計基準の整備が不十分である。そのため、財務諸表の開示情報には、企業固有の事情を反映させた仮定や予測に基づいた将来 CF（キャッシュ・フロー）等、経営者の裁量性が介在し、信頼性が担保されていない状況にある。また、減損処理を行うにあたり企業自ら将来 CF 等を見積り計算し、固定資産の公正価値[3]を評価する必要があり、手続き的、経済的に企業の負担やコストを増大させている。近年国際的にも、公正価値測定を含む会計上の見積りの合理性に係る信頼性の担保は評価専門家の関与や監査人のチェックに委ねられるため重要論点とされ、公正価値情報の重要性は増してきている。

また、2008 年に企業会計基準第 20 号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準(以下「賃貸等不動産会計基準」という)」が公表され原則適用となっている。

日本基準の「賃貸等不動産[4]」とは、「棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産」であり、通常一般的に認識されている「投資不動産」の概念に近いものである。賃貸等不動産会計基準は、IFRS[5]（国際財務報告基準）に規定のある IAS 第 40 号「投資不動産」の会計基準を意識して作成されたものである。IFRS では、「投資不動産」の測定方法として原価モデルと公正価値モデルのいずれかを会計方針として選択し、すべての投資不動産に適用することが求められている。公正価値モデルを選択した場合、全ての投資不動産を市場価値等で評価することになり、原価モデルを採用した場合にも公正価値等の注記が必要となる。

わが国においては、従来から取得原価主義が採用されており、会計上不動産の価格が問題

---

3 公正価値とは「測定日時点で、市場参加者の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格又は負債の移転するために支払うであろう価格」（IFRS 第 13 号（9））である。減損会計が求めている回収可能価額の切り下げによる再評価は、（広義の）公正価値で測定する必要が生じる。本論文では減損会計を広義の公正価値会計の位置づけとして扱っていく。

4 「賃貸等不動産」とは、「棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産（ファイナンス・リース取引の貸手における不動産を除く）」と定義され（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準 4）、通常一般的に認識されている「投資不動産」の概念に近いものである。投資不動産の具体例は、①貸借対照表において投資不動産（投資の目的で所有する土地、建物、その他の不動産）として区分されている不動産、②将来の使用が見込まれていない遊休不動産、③上記以外で賃貸されている不動産である（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準 5)。わが国においては、従来から取得原価主義が採用されてきたが、会計基準のコンバージェンスに伴い、時価会計主義に移行しつつあり、不動産についても同様の動きがみられてきた。IFRS では「投資不動産」は原価モデルと公正価値モデルは選択適用であるが原価モデルを採用した場合、公正価値等の注記が必要となる。

5 IFRS(International Financial Reporting Standards)とは、IASB（国際会計基準審議会）によって設定される会計基準の総称。

となることはほとんどなかった。しかし、取得原価主義では不動産価格の変動が現れず、企業の適正な財政状態が財務諸表等より判断しにくいことが指摘されてきた。また、会計基準のコンバージェンスにより、時価会計主義に移行しつつあり、わが国の会計基準においても、一定の場合に不動産の時価評価や時価を注記により開示することになった。なお、減損会計基準および賃貸等不動産会計基準では、将来の使用が見込まれていない遊休不動産について適用範囲となっている。

3.2　非財務情報の活用可能性

近年、ESG 投資[6]が世界的にも広がり、ESG や SDGs といった用語が普及してきている。我が国における ESG 投資は 1990 年代後半から始まったが、その規模は小さいものであり、2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国連の責任投資原則(PRI:Principles for Responsible Investment)に署名した以降、急速にその機運が高まってきている。

ESG とは、企業や機関投資家が持続可能な社会の形成に寄与するために配慮すべき３つの要素とされる環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字をとったものである。ESG 投資は、投資先企業の評価において、財務情報のみではなく環境問題の対応(Environment) や、地域社会との関係(Social)、ガバナンスのあり方(Governance)などの非財務情報を考慮することが有用だとする考え方である。この考えは、欧米の機関投資家の間で広がりをみせ、我が国においても前述のとおり GPIF の PRI 署名により、投資先企業の ESG 情報を活用する動きが広がりつつある。企業はこれらの要素の課題や変化を成長の機会として捉えているかによって財務的に影響を及ぼすものとなる。また、情報開示に対し積極的な企業も増加傾向にあるが、コスト面から消極的な企業も少なくない[7]。そのため、投資家との間に情報の非対称性が生じる可能性もある。一方、投資家は、それら ESG 情報が企業の業績や経営戦略にどのように結びついているか、財務情報とともに投資の判断基準のひとつとし、企業の持続的成長と価値向上に期待する。これら必要な情報は投資家ごとに

---

6 ESG 投資は、従来の財務情報だけではなく、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)要素も考慮した投資のことを指す。気候変動などを念頭においた長期的リスクマネジメントや、企業の新たな収益創出の機会を評価するベンチマークとして、持続可能な開発目標(SDGs)と合わせて注目される。

7 ESG に関するリスク情報や経営方針を開示する上場企業が増え、PwC アドバイザリーの調査によると有価証券報告書に「ESG」や「SDG s （持続可能な開発目標)」について記載する企業は 3 年前に比較し 13 ポイント増加し、15%となっている。業種別では不動産が「ESG」への言及が多く 26%となっている。「ESG」についての情報開示は増えているとはいえ欧米に比較し、日本は取り組みの途上であることを指摘している。(2020 年 9 月 19 日付け日本経済新聞朝刊,p.19)

異なり、土壌汚染、アスベスト、CO_2排出等、企業不動産に起因する環境問題も多く、そのため、不動産市場においては環境(Environment) 要素が中心となり、環境リスクが企業の中長期的な業績に影響をあたえる可能性も考えられる。

3.3　遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディ

企業不動産戦略とは、企業不動産について企業価値向上の観点から、経営戦略の視点に立って見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこうという考え方である[8]。

企業不動産戦略は、経営の安定、事業価値の向上、コスト削減等、様々な要素が効果として挙げられる。それらの効果は、各企業それぞれ異なるが、企業価値の向上に資するもののほかに、社会的な側面からの効果も考えられる。企業が保有する不動産は、他の資産と異なり、公共性・外部性を有しており、必然的にその責務を負うことになる。問題意識にもあるとおり、企業の保有する遊休不動産は、生活環境への影響を及ぼすものであり、また、企業活動において収益性の低下等により遊休化した不動産は、その地域周辺の経済活力への影響、さらには土壌汚染問題等による流動化リスク等の外部不経済を生じる存在になっている。そのような中、国や地方公共団体が日本の経済成長にむけて遊休不動産の利活用に取り組んでいるが、その効果は限定的である。したがって、企業活動における遊休不動産のあり方が重要な役割を果たすものと考える。

近年、会計基準のグローバル化にともない企業を取り巻く環境は変化し、不動産の取得・管理等も戦略的視点が必要となり、企業不動産マネジメントの重要性は増してきている。特に、遊休不動産は生活環境や環境問題とも関係するため、CSR（社会的責任）の視点を持った企業不動産マネジメントが求められている。

企業は、保有不動産の最適化は重要な項目のひとつではあるが、地域社会への貢献、さらには地球環境問題等の社会問題への課題解決につながる不動産マネジメントが企業の社会的信用の維持・向上や企業価値の向上に資するものになると考える。また、投資家等の利害関係者は、企業の遊休不動産の利活用状況の把握を行うことが、企業の持続可能な成長等の見極めになると考える。

---

8 CRE 戦略実践のためのガイドライン 2010

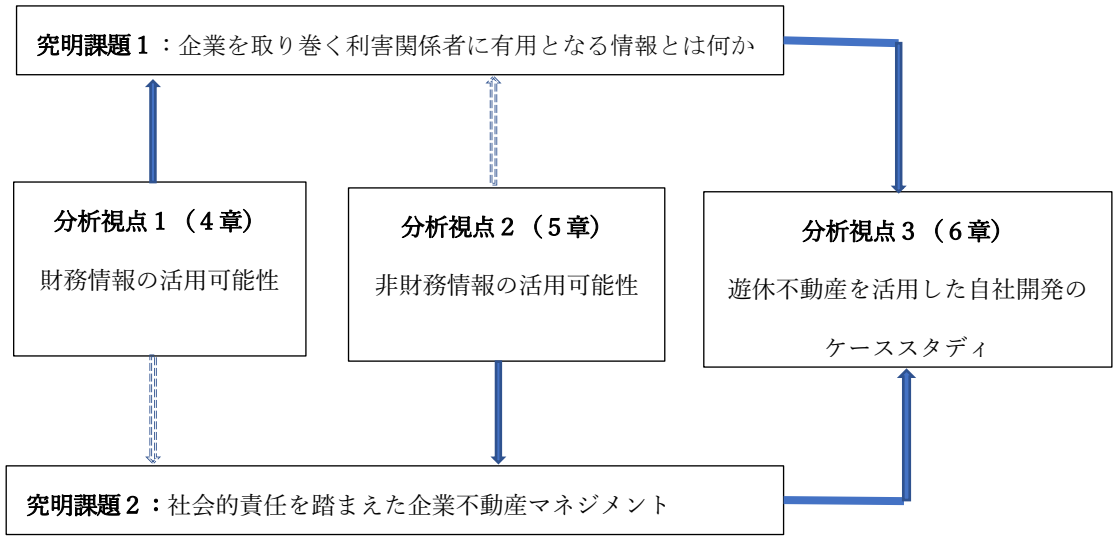


図 1-1　分析視点のフローチャート

出所；筆者作成、以下の図表も同じ

一般に投資家等の利害関係者が企業を分析する際に、定量情報と定性情報の 2 つの視点から分析する。前者は会社の財政状態・経営成績等の財務情報を指し、有価証券報告書や決算短信等から構成され、後者は経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等に加え、社会・環境問題に関する事項等の非財務情報を指し、財務諸表で開示される情報以外の情報のことである。非財務情報には、当該企業の社会的責任とそれに対する対応、いわゆる CSR 活動が含まれ、社会・環境要素などを事業戦略やビジネスモデルに組み込んでいくことや事業リスクへの対応が企業の持続的な成長の上で重要になってくる。

また、企業の非財務情報は、投資家等が企業価値および成長性を判断する上でも重要性が増しており、欧米を中心に企業の財務情報と ESG 情報等の非財務情報を統合的に判断するようになってきている。したがって、企業の持続的な成長や投資家等の意思決定には、財務情報および非財務情報の開示に対する充実化が必要と考える。

前述のとおり、企業と投資家等の利害関係者の双方にとっての最終目的は企業の持続可能な成長による企業価値の向上にある。したがって、【究明課題 1 企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か】および【究明課題 2 社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響】に対する答えを導くためには、分析視点①財務情報の活用可能性および分析視点②非財務情報の活用可能性の充実化を図る必要がある。また、それらを踏まえ中・長期的な視点をもった企業不動産マネジメントが必要となってくると考え、

最終的な形態としてこれらの究明課題の統合による合遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディが分析視点③となる（図 1-1）。

第 4 節　分析アプローチ

本論文では、上述の 3 つの分析視点に基づいた実証分析および事例分析をおこなっている。これらの分析を行う理由は、以下の点である。

第 1 に、米国を中心に減損損失や公正価値会計に係る先行研究が蓄積されている点である。実証会計研究は米国を中心に発展してきた会計研究の一分野であり、計量経済学やファイナンス理論の影響をうけ、財務諸表データや株価データを活用し分析するという独自のスタイルを確立してきている。また、実証的な分析を用いることにより、会計制度・会計実務の妥当性を検証することを目的としている。日本においても実証会計研究は蓄積されてきており、これらの知見が不動産分野の実証会計研究にも活用できる。したがって、第 1 の問題意識にある、企業が開示する情報の信頼性の担保に対してより深い示唆が得られると考える。

第 2 に、日本において先進的に環境問題に取り組みをみせる不動産分野では、遊休不動産問題が喫緊の課題だからである。

米国では、企業による環境情報の開示は財務諸表により報告することが制度化され、環境情報の開示に伴う経営者の裁量性の幅は日本より狭くなっている。米国における研究では、環境情報と株価データとの関連性を検証する研究が多く、環境事件が明らかになった場合には、環境情報を積極的に開示している企業ほど環境リスクが小さく、その結果として当該事件の株価に与える影響も少ないことが検証されてきている。しかしながら、国外企業は投資不動産を保有する企業が限定されており、遊休不動産は少ない傾向にあり、その課題は少ない。いわば遊休不動産の利活用問題は日本固有のものであると言える。したがって、第 2 の問題意識にある環境問題に対する企業の社会的責任が重要であり、実際にどのような企業不動産マネジメントが有用であるか議論し検討する意義があると考える。

第 5 節　本論文の新規性、発展性および貢献性

これまでの企業会計や企業不動産マネジメントに係る研究では、経済的損失をより早い段階で認識する場合には、財務諸表等の開示情報を拠り所とする利害関係者には好感がもたれている（Bunsis 1997, Joshua *et al.* 2018）。また、情報の開示度によりアナリスト予

測に影響を及ぼすため(Paugam and Ramond 2015)、開示される情報の役割が重要視されるようになってきた。しかし、国内の先行研究では減損会計情報を活用した経営者の意思決定の効果(榎本2007,藤山2014)や市場での反応(木村2017)を検証するものが多く、資産内容、特に遊休不動産に焦点を定めた報告はこれまでにない。また、不動産会計の分野では、会計情報を活用し、利害関係者の意思決定へ有用な情報となるものを抽出するという踏み込んだ分析の報告もこれまでにない。

本論文の分析結果を要約すると、投資家は企業の開示する財務情報に対し、財務状況のみではなく、遊休不動産情報等の資産特性に着目していることが観察され、遊休不動産情報に有用性があることが示された。また、環境経営への積極性についても着目していることが観察され、環境に配慮した事業活動が企業価値に影響を与えることが示された。それを補完する形で、事例分析を行い環境経営に注力する企業では、遊休不動産を活用した地域社会への貢献が企業価値に影響を与えることが示唆された。

以上より、企業は遊休不動産情報の開示のあり方や利活用方法により、企業価値を左右するものと考えられる。企業は保有不動産の最適化は重要な項目のひとつではあるが、地域社会への貢献、さらには地球環境問題等の社会問題への課題解決につながる不動産マネジメントが企業の社会的信用の維持・向上や企業価値の向上に資するものになると考える。また、投資家等の利害関係者は、企業の遊休不動産の利活用状況の把握を行うことが、企業の成長性等の見極めになると考える。

近年、会計基準のグローバル化にともないIFRSを任意適用している企業も増加している[9]。IFRSを適用した場合には、開示面においても現行の日本基準に比較し、詳細な開示が求められ情報の質の向上が期待される。したがって、本論文では、今後IFRS適用企業の増加にともない、CRE戦略における国外企業との比較可能性および信頼度の高い分析が可能になってくると考える。

また、国外企業では開示される環境情報には有用性が認められるが（Blacconiere and Patten 1994, Patten and Nance 1998)、投資不動産を保有する企業が限定されており、遊休不動産は少ない傾向にある。したがって、環境問題との関連が強い遊休不動産に対する課題は少なく、いわば遊休不動産の利活用問題は日本固有のものであると言える。しかし、将

9 2010年3月期に1社目が適用し、2015年3月期には55社、2020年3月期には207社、2021年6月現在IFRS適用済企業226社、IFRS適用決定企業10社、合計236社（日本取引所グループHPより）と年々増加傾向にある。

来的には国外においても、遊休不動産の利活用問題に直面する可能性はあり、国外の企業不動産戦略に本論文のオリジナリティの活用可能性を有している。

第 6 節　本論文の構成

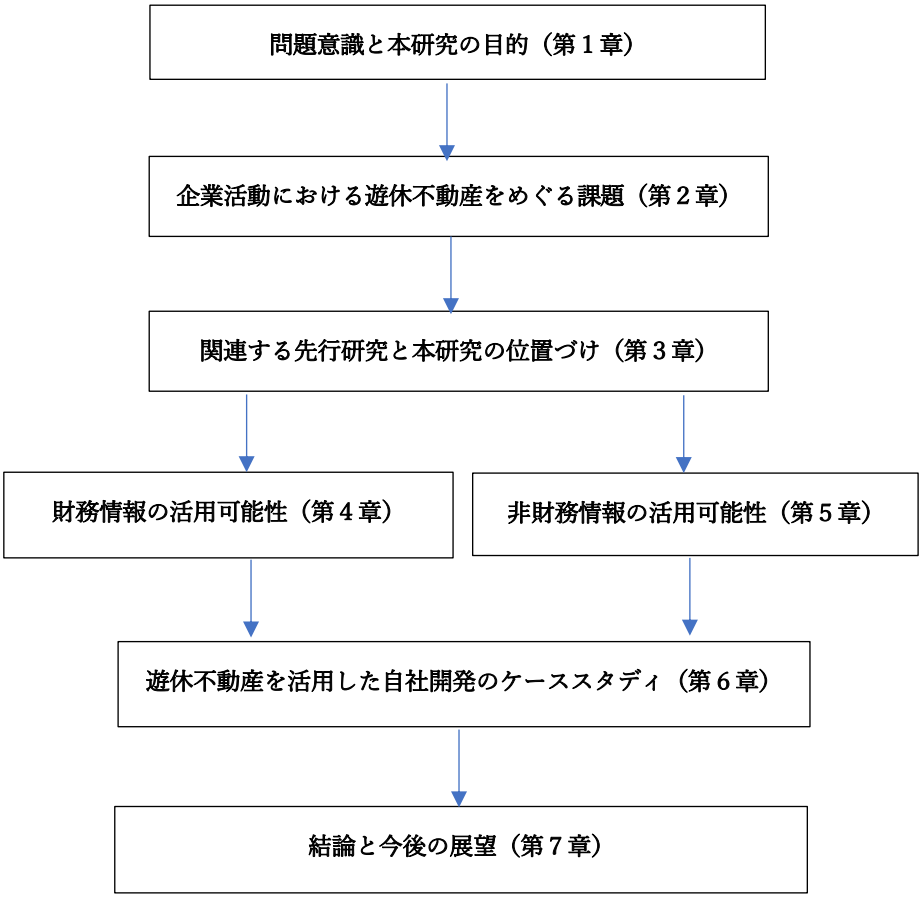


図 1-2　本論文の構成

本論文は、全 7 章から構成され（図 1-2）、第 2 章以降の概要は、次の通りである。第 2 章「企業活動における遊休不動産をめぐる課題」では、遊休不動産の基礎概念および企業活動における遊休不動産をめぐる課題を中心に議論し、本論文の実証分析に関連する不動産会計制度を概観する。続く第 3 章「関連する先行研究と本研究の位置づけ」では、第 4 章から第 6 章における実証分析および事例分析に関連する「減損会計」「コーポレート・ガバナンス」「公正価値」「ESG」の先行研究を整理する。実証分析を行う第 4 章「財務情報の活用可能性」および第 5 章「非財務情報の活用可能性」では、減損会計基準および賃貸等不動産会計基準の開示情報を活用し検証を行い、企業不動産情報の開示内容、特に土地等の遊休不動

産情報について検討する。また、環境経営度調査を活用し検証を行い、産業別に環境経営促進企業の企業特性と市場での反応を検討する。続く第６章「遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディ」では、先進的に遊休不動産開発に取り組みをみせているパナソニックの事例分析を行う。終章である第７章「結論と今後の展望」では、各章を要約し検証結果の概要を述べ、本論文から得られた知見に基づいて、遊休不動産をめぐる合理的な企業不動産戦略への示唆および今後の展望を述べ本論文の結びとする。

【参考文献】

[1]Blacconiere,W.G.and D.M.Patten(1997)“Environmental Disclosure,Regulatory Costs,and Changes in Firm Value”*Journal of Accounting and Economics*,Vol.18,No.3,pp.357-377.1994

[2]Bunsis, H.(1997)“A Description and Market Analysis of Write-off Announcements,”*Journal of Business Finance&Accounting* ,Vol.24(9&10), pp.1385-1400.

[3]Dixon-Fowler,H.R,Slater,D.J.,Johnson,J.L.,Ellstrand,A.E.,Romi,A.M.(2013) “Beyond “Does it pay to be green?”A meta-analysis of moderators of the CEP-CFP relationship.”Journal of Business Ethics,Vol.112(2),pp.353-366.S

[4]Friede,G.,Busch,T.,Bassen,A.(2015) “ESG and financial performance:Aggregated evidence from more than 3000 empirical studies.”*Journal of Sustainabl Finance and Investment*,Vol.5(4),pp.210-233.

[5]Joshua L. Gunn, Inder K. Khurana, Sarah E. Stein(2018)“Determinants and consequences of timely asset impairments during the financial crisis” *Journal of Business Finance & Accounting*,Vol.45,pp.3-39.

[6]Patten,D.M.and J.R.Nance(1998)“Regulatory Cost Effects in a Good News Environment the Intra-industry Reaction to the Alaskan Oil Spill(1998)”*Journal of Accounting and Public Policy*,Vol.17,No.4,pp.409-429.

[7]Paugam, L., and O. Ramond(2015)“Effect of Impairment-Testing Disclosures on the Cost of Equity Capital,”*Journal of Business Finance and Accounting* ,Vol.42(5&6),pp.583-618.

[8]Peloza,I.(2009) “The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance”Journal of Management,Vol.35(6),pp.1518-1541.

[9]Steven M. Glover,Brigham Mark H.,Taylor Yi-Jing Wu(2017)“Current Practices and Challenges

in Auditing Fair Value Measurements and Complex Estimates: Implications for Auditing Standards and the Academy" *A Jounal Of Practice & Theory*,Vol.36(1),pp.63-84.

[7]榎本正博(2007)「減損会計基準の適用における利益マネジメント - 早期適用企業を用いた分析 - 」『管理会計学』15(2),pp.41-56.

[10]藤山敬史(2014)「減損損失計上の意思決定に及ぼす経営者交代の影響」『産業経理』74(2),pp.57-168.

[11]木村晃久(2017)「実証分析-減損損失に対する投資家の反応と評価」『証券化アナリストジャーナル』第55巻第11号,pp.24-32.

第２章　企業活動における遊休不動産をめぐる課題

第１節　はじめに

本章では、本論文の主たる対象である遊休不動産の基礎概念および企業活動における遊休不動産をめぐる課題を中心に議論し、本論文の実証分析に関連する不動産会計制度を概観する。

近年、多くの地方都市では、人口減少や少子高齢化を背景に中心市街地における空き家・空き地の増加が深刻な問題となっている。空き家・空き地は、適切な管理がなされてない場合等に、安全性の低下、公衆衛生の悪化、風景・景観の阻害等の生活環境に影響を及ぼすという社会問題の要因となっている。

総務省が公表している「平成 30 年住宅・土地調査（速報集計）」によると平成 30 年の調査では、空き家数 848 万 9 千戸、空き家率（総住宅に占める割合）13.6%となり、集計当初より空き家率は一貫して増加傾向にある。これらの集計は主として住宅を対象としたものであるが、これに加えて空き地等も多数存在する。企業の保有する空き地等についても、国土交通省の「平成 30 年法人土地・建物基本調査（速報集計）」では、法人が所有する空き地等を含む低・未利用地については、平成 25 年調査では 390,400 件に対し、平成 30 年調査では 427,990 件と増加している（表 2-1）。

このような企業の保有する不動産のうち企業活動にほとんど使用されていない状態にある不動産、すなわち遊休不動産には空き家・空き地等の諸問題に加え、様々な問題が生じてくる。例えば、地方都市に所在する工場等の閉鎖による就業機会の消失や、その地域周辺の経済活力への影響、さらには、その位置、規模、機能等によっては流動化リスクがみこまれ外部不経済を発生させる要因となる。また、遊休不動産の存在が空き家・空き地を発生させ、加速度的に地域社会の衰退が進むことも懸念される。したがって、企業活動における遊休不動産の利活用が社会経済に多大な影響を及ぼすことが考えられる。

さらに、企業の保有する遊休不動産は減損会計基準の対象資産であり、減損処理が実施された場合、企業利益の圧縮や負債比率の高まりによる不安定な財務構成等、企業経営に悪影響を及ぼすことになる。また、遊休不動産のうち工場跡地等においては、土壌汚染問題等の発覚の可能性があることを指摘できる。そのような工場跡地等に土壌汚染等が発覚した場合には対策費用や心理的嫌悪感から市場性が減退してしまう。したがって、それらの観点から流動化リスクがみこまれた遊休不動産は社会経済への影響は多大であり、常に経営戦略

と一体となった企業不動産戦略が必要とされる。

しかしながら、企業の経営戦略における遊休不動産のあり方の重要性が増すなか、遊休不動産発生メカニズムは十分に解明されておらず、その情報開示に対し信頼性が担保されているのか懸念が生じる。また、企業の保有する遊休不動産の重要な点は不動産の市場性が減退してしまうことであり、合理的な企業不動産戦略によって市場性の減退を抑制する必要がある。したがって、遊休不動産を保有する企業が、それをどのように利活用していくことで企業価値を高められるのか、今後の経営戦略はどのようにあるべきかを検討する必要がある。

以上のとおり、企業が保有する遊休不動産には各種の課題があることが理解される。本章では、企業が遊休不動産を抱えることによる企業経営上の課題を中心に議論し、本論文の実証分析に関連する不動産会計制度を概観する。

表 2-1　低・未利用地の利用現況別件数（平成 5 年～平成 30 年）

（単位）件

		平成５年	平成10年	平成15年	平成20年	平成25年	平成30年
低・未利用地　計		277,910	295,030	337,300	357,330	390,400	427,990
	駐車場	113,730	133,610	148,200	172,330	201,410	234,340
	資材置場	54,100	60,810	67,560	64,920	58,900	70,320
	空き地	110,080	100,610	121,540	120,080	130,090	123,330

出所：「平成 30 年法人土地・建物基本調査（速報集計）」国土交通省より筆者作成、以下の図表は全て筆者作成

第 2 節　遊休不動産の現状

国土交通省が公表している「平成 30 年法人土地・建物基本調査（速報集計）」によると、法人が土地を所有している割合は時系列推移をみると、平成 5 年から平成 25 年までは低下傾向にあるが、平成 30 年では平成 25 年に比較し 4 ポイント上昇し、下げ止まりの傾向にあるが資産 1 億以上の企業については、減少傾向にある（表 2-2)。次に、法人が所有する宅地などの土地の利用現況をみてみると、平成 5 年の空き地は 110,080 件であるのに対し、平成 30 年では 123,330 件を占め、平成 5 年に比較すると 13,250 件増加している（表 2-3)。また、平成 5 年から平成 30 年の空き地等に駐車場や資材置場を含めた低・未利用地の視点から利用現況件数をみてみると、平成 5 年の 277,910 件に対し平成 30 年は 427,990 件と一

貫して増加傾向にある（表 2-1）。

さらに、低・未利用地の件数割合を圏域区分別[10]にみると、平成 25 年に比較して東京圏、地方圏は横ばい、名古屋圏は 0.1 ポイント、大阪圏は 0.7 ポイント、三大都市圏は 0.3 ポイントの上昇となっており、全国的に若干ではあるが 0.3 ポイント上昇していることが確認できる（表 2-4）。

以上のとおり、時系列推移では、法人所有の土地のうち、低・未利用地については平成 5 年に比較し増加傾向にあることが確認できる。また、空き地等についても増加傾向にあることが確認できる。

表 2-2　資本金別土地所有率（平成 5 年～平成 30 年）

（単位）％

資本金	土地所有率						増減ポイント				
	平成５年	平成10年	平成15年	平成20年	平成25年	平成30年	５～10年	10～15年	15～20年	20～25年	25～30年
土地所有法人割合	31.3	30.4	30.7	29.9	28.3	32.3	△ 1.0	0.4	△ 0.9	△ 1.5	4.0
1,000万円未満	22.4	18.2	18.6	17.4	17.2	23.0	△ 4.3	0.5	△ 1.3	△ 0.2	5.8
1,000～3,000万円	47.5	36.6	38.0	37.6	37.4	41.6	△ 11.0	1.4	△ 0.4	△ 0.2	4.2
3,000～5,000万円	69.0	64.9	62.0	60.2	60.9	62.0	△ 4.0	△ 3.0	△ 1.7	0.7	1.1
5,000万～１億円	72.2	67.6	66.2	64.0	60.2	62.9	△ 4.6	△ 1.4	△ 2.2	△ 3.8	2.7
１～２億円	66.4	63.4	57.6	53.8	55.2	53.3	△ 3.0	△ 5.7	△ 3.8	1.4	△ 1.9
２～５億円	68.9	65.3	58.5	54.1	54.0	54.5	△ 3.6	△ 6.8	△ 4.5	△ 0.1	0.5
５～10億円	79.9	77.9	69.4	63.3	63.0	56.5	△ 2.0	△ 8.5	△ 6.0	△ 0.4	△ 6.5
10～20億円	77.3	77.0	69.9	65.1	67.5	63.3	△ 0.4	△ 7.0	△ 4.8	2.4	△ 4.2
20～50億円	83.2	79.9	74.0	71.3	69.4	69.3	△ 3.3	△ 6.0	△ 2.7	△ 1.9	△ 0.1
50～100億円	85.5	86.5	80.4	76.8	75.9	73.8	0.9	△ 6.1	△ 3.6	△ 1.0	△ 2.1
100億円以上	91.3	87.7	83.5	81.9	77.9	73.5	△ 3.6	△ 4.2	△ 1.6	△ 4.0	△ 4.3

表 2-3　「宅地など」の土地の利用現況別　土地所有件数・割合（平成 5 年～平成 30 年）

（単位）件，％

利用現況			平成５年	平成10年	平成15年	平成20年	平成25年	平成30年
宅地など件数			1,575,470	1,618,140	1,732,540	1,805,270	1,974,860	2,135,340
	建物敷地		1,214,370	1,234,530	1,269,560	1,288,050	1,369,690	1,433,780
	建物敷地以外		355,790	381,230	456,480	512,960	584,890	657,540
		建物以外	245,710	280,620	334,940	392,880	454,800	534,210
		空き地	110,080	100,610	121,540	120,080	130,090	123,330
	建物敷地		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	建物敷地以外		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
		建物以外	69.1	73.6	73.4	76.6	77.8	81.2
		空き地	30.9	26.4	26.6	23.4	22.2	18.8

10 東京圏（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県）、名古屋圏（愛知県、三重県）、大阪圏（京都府、大阪府、兵庫県）、地方圏（東京圏、名古屋圏、大阪圏以外の道県）

表 2-4　低・未利用地の圏域区分別　土地所有面積・割合（平成 25・平成 30 年）

（単位）千㎡，％

	平成25年					
	全国計	東京圏	名古屋圏	大阪圏	地方圏	三大都市圏
低・未利用地(土地所有面積) 計	929,759	77,689	42,761	46,746	762,444	167,195
駐車場	193,257	26,253	20,279	14,510	132,134	61,042
資材置場	134,843	11,451	6,930	6,532	109,929	24,914
空き地（利用できない建物（廃屋等）含む）	601,659	39,984	15,551	25,705	520,380	81 239
低・未利用地(割合) 計	12.3	8.1	8.1	7.5	14.1	7.9
駐車場	2.6	2.8	3.8	2.3	2.4	2.9
資材置場	1.8	1.2	1.3	1.1	2.0	1.2
空き地（利用できない建物（廃屋等）含む）	8.0	4.2	2.9	4.1	9.6	3.9

（単位）千㎡，％

	平成30年					
	全国計	東京圏	名古屋圏	大阪圏	地方圏	三大都市圏
低・未利用地(土地所有面積) 計	925,709	72,824	40,261	47,028	762,546	160,113
駐車場	201,314	27,335	17,080	13,665	142,599	58,080
資材置場	177,000	12,571	6,008	7,362	149,882	25,941
空き地（利用できない建物（廃屋等）含む）	547,395	32,917	17,173	26,002	470,064	76,093
低・未利用地(割合) 計	12.6	8.1	8.2	8.2	14.1	8.2
駐車場	2.7	3.0	3.5	2.4	2.6	3.0
資材置場	2.4	1.4	1.2	1.3	2.8	1.3
空き地（利用できない建物（廃屋等）含む）	7.4	3.6	3.5	4.5	8.7	3.9

第 3 節　遊休不動産の分類

遊休不動産は、その形態によって①個人不動産型②企業不動産型③公的不動産型に分類することができる。それぞれについて説明すると次のとおりとなる。

①個人不動産型の遊休不動産は個人所有の不動産のうち遊休化したものであり、住居等の一般的に空き家・空き地と呼ばれるものである。その発生要因としては、新築の供給と解体のギャップにより生じ、さらに人口減少や少子高齢化の局面では増加する傾向にある。また、所有者問題や相続問題、地域問題により市場性が減退し増加傾向にある。

これらの個人不動産型の遊休不動産は、前述したように、適切な管理がなされてない場合等に、安全性の低下、公衆衛生の悪化、風景・景観の阻害等の生活環境に影響を及ぼすものとなる。

②企業不動産型の遊休不動産は、事業使用目的として取得されたものの、何らかの理由により使用や稼働を休止させている資産のうち土地や建物等の不動産のことである。バブル崩壊以降の不況の影響による事業計画の頓挫や近年では企業のグローバル化にともなう生産拠点の移転やインターネットを活用した電子商取引の普及により事業の用に供されなくなったことを背景に遊休化したものである。

企業における遊休不動産は様々な保有コストにより財務構成等への影響等、企業経営に

悪影響を与えるものであり、それら遊休不動産を含めた不動産の管理の一元化等は企業活動において課題となっている。

③公的不動産型の遊休不動産は地方公共団体において公共的および公益的な目的のために保有する不動産のうち、遊休化しているものである。市区町村の合併統合や大都市への人口集中等を背景に、廃校となった校舎や利用者の減少・老朽化にともない閉鎖された施設等がある。近年では、それらの遊休不動産の管理・活用を合理的なものにすべきという観点から非効率な不動産のあり方の見直し等の取り組みが進められている。

上記に照らし、本研究における遊休不動産とは、分類②企業不動産型の遊休不動産に該当する「企業活動においてほとんど使用されていない不動産」と定義する。以上を前提として、遊休不動産の分類を整理すると表 2-5 のとおりになる。

表 2-5　遊休不動産の分類

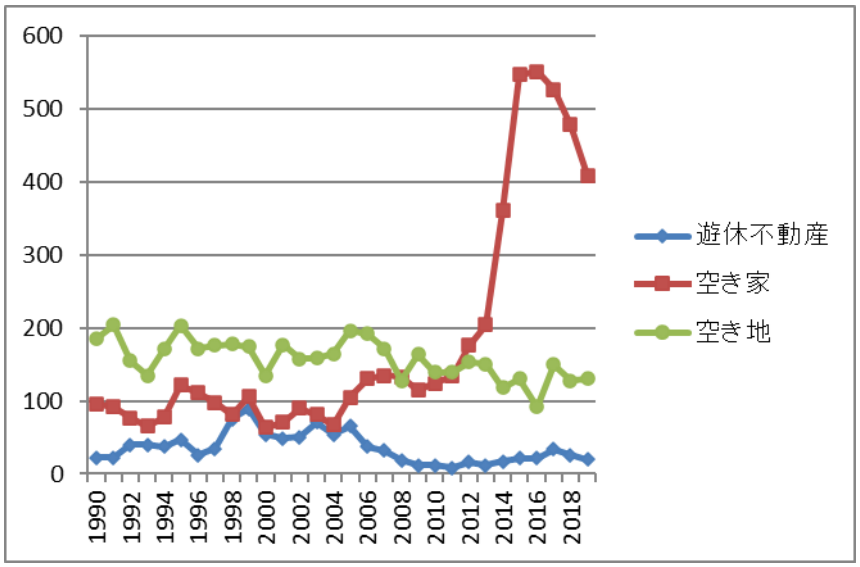
分類	主な用途	主な発生要因
①個人不動産型	個人所有の住宅等	新築と解体のギャップ 人口減少・少子高齢化 所有者問題・相続問題
②企業不動産型	工場、寮・社宅用地、福利厚生施設（保養所、グランド等）、投資不動産等	事業活動の頓挫 生産拠点の移転 電子商取引の普及
③公的不動産型	校舎、図書館、庁舎、公営住宅、公民館等	市区町村の合併統合 大都市への人口集中 人口減少・少子高齢化

第 4 節　遊休不動産に対する社会的関心の変遷

本節では遊休不動産に対する社会的関心を調査することを目的として 1990 年以降の日本経済新聞各紙（日本経済新聞朝刊、夕刊、日経産業新聞、日経 MJ（流通新聞）日経金融新聞、日経地方プラスワン、日経マガジン）について記事検索を行った。

図 2-1 では遊休不動産、空き家、空き地、それぞれのワードについて記事検索を行った。ここで特徴的であったのは 2010 年以降「空き家」というワードに対する記事が急激に上昇していることである。

これについては、2009 年までの空き家に関する記事では放火や不審火等の記事であったのに対し、2010 年以降のものでは「空き家等の適正管理に関する条例」が自治体で初めて施行された所沢市の記事に続き全国各地の自治体において「空き家条例」が施行されたという記事が多数の検索数を占めていた。次に検索数が多かったものは「民泊」や「相続空き家に対する特別控除」等であった。社会的にも「空き家」に対する関心が安全面等の生活環境に影響を与えるものだけでなく、空き家の利活用に関心が変化しているのがわかる。



出所：「遊休不動産」「空き家」「空き地」それぞれについて日経テレコンキーワード検索を行い、日本経済新聞各紙（日本経済新聞朝刊、夕刊、日経産業新聞、日経 MJ（流通新聞）日経金融新聞、日経地方プラスワン、日経マガジン）で取り上げられていた記事件数より作成。

図 2-1　遊休不動産・空き家・空き地に対する社会的関心

図 2-2 は、図 2-1 の遊休不動産について焦点を当てグラフ化したものである。ここで特徴的であったのは、1990 代後半にピークをむかえ、その後減少、2011 年より再び上昇していることである。

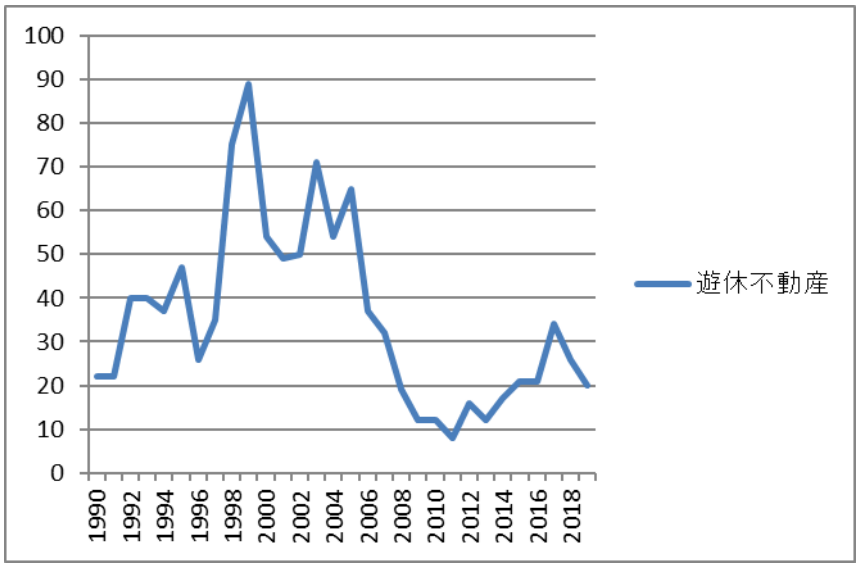
2000 年当初はバブル期に購入した不動産について保有土地の含み損処理や遊休土地の売却による資産圧縮等の企業活動における記事が多数を占めていた。その後、遊休不動産を活用した賃貸マンション事業、2008 年に賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準公表、国交省による CRE 戦略[11]を実践するためのガイドライン公表等の記事が検索数を占めていた。

11 CRE とは Corporate Real Estate（企業不動産戦略）の略であり、CRE の目的は企業不動産の取得・処

2010 年には CRE 戦略が注目を集め始め、2014 年には遊休不動産の再生計画、2016 年国交省による公的不動産情報の一元化、市などによる空き物件再生、駐車場を貸したい個人や法人との仲介業等の記事が検索数を占めていた。

バブル崩壊後は企業活動における財務構成等に関するものであったが、その後は企業不動産に対する施策のみならず、公的不動産を含めた官民連携の遊休不動産利活用を推進していることがわかる。

以上のとおり、遊休不動産は個人所有の住宅から企業不動産、公的不動産にいたるまで社会経済情勢の変化にともない遊休不動産の利活用の促進にむけた施策等に関心が変化していることがわかる。



出所：「遊休不動産」について日経テレコンキーワード検索を行い、日本経済新聞各紙（日本経済新聞朝刊、夕刊、日経産業新聞、日経 MJ（流通新聞）日経金融新聞、日経地方プラスワン、日経マガジン）で取り上げられていた記事件数より作成

図 2-2　遊休不動産に対する社会的関心

第 5 節　不動産会計制度の概要

本論文の研究の最大の特徴は、企業が開示している会計情報に基づき、企業不動産のあり方、企業不動産をめぐる企業行動・証券市場での反応等を分析することである。そのことによって、今までにない新たな発見や示唆を導き出すことが可能となるものである。

分および利活用等を戦略的に実施し、企業価値を高める経営を行うことである。

本節では、当該会計情報開示の中軸に位置付けられる減損会計制度と投資不動産会計制度について触れる。 不動産会計開示情報を構成する減損データと投資不動産時価開示データには違いがある。前者については、事業用不動産、投資不動産、遊休不動産が対象となるが、後者では事業用不動産は対象とならない。しかし、前者では含み損情報のみが取得できるが、後者では含み損情報と含み益情報の双方が取得できる。このように対象となる資産や取得できる情報の内容が異なっているが両会計情報は遊休不動産と密接に関係している。この二つの情報を統合的に利用することにより、企業不動産(とりわけ遊休不動産)の利活用の実態と資産価値を、より正確に把握することが可能となる。

5.1 減損会計制度

「固定資産の減損にかかる会計基準（以下、減損会計基準)」は、固定資産の将来における収益性が低下し、資産の帳簿価額が将来キャッシュ・フローを下回っている場合に損失を認識するものである。そのため当初は企業活動に貢献すると見込まれていた資産についても、ほとんど活用されずに遊休状態となり投資コストの回収が見込めなくなった場合には帳簿価額を切り下げる必要がでてくるのである。このような企業活動に使用されなくなった遊休資産は減損損失を認識する蓋然性が高くなるものである。以下、減損会計制度について概観する。

(1)減損会計基準の整備の必要性

従来、固定資産の減損に関する処理基準が明確ではなかったため、固定資産の帳簿価額が、その帳簿価額に比べ過大に表示されたまま、将来に損失が繰り延べられているのではないかと指摘があった。また、裁量的な固定資産の評価減が行われるおそれがあるという見方もあり、固定資産の減損について適正な会計処理を行うことにより、投資家に適正な情報を提供するとともに、会計基準の国際的調和を図ることを目的とし、「減損会計基準」が必要とされた。

(2)対象企業

減損会計基準は、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準である以上、別段の定めがない限り、原則としてすべての企業に適用されるが、実際には監査法人または公認会計士による監査の対象となる以下の企業に適用が義務付けられる。

・証券取引法適用の企業（上場企業、店頭公開企業、有価証券報告書提出企業等）
・会社法上の大会社（資本金 5 億円以上または負債総額 200 億円以上の会社）
・上記の連結子会社および持分法適用会社

(3)対象資産

対象となる資産は固定資産で、有形固定資産としては土地、建物、機械装置、および建設仮勘定などが対象になる。無形固定資産としてはのれん、借地権などが対象であり、投資その他の資産としては投資不動産などが対象になる。ただし、他の基準に減損処理に関する設定がある資産は対象から除いている[12]。

(4)基本的考え方

事業用の固定資産については、市場平均を超える成果を期待して事業に使われているため、市場の平均的な期待で決まる時価が変動しても、企業にとっての投資の価値がそれに応じて変動するわけではなく、投資の価値自体の変動も、投資の成果であるキャッシュ・フローが得られるまで実現しない。よって、事業用の固定資産は取得原価から減価償却費等を控除した額で評価され、損益計算書においては、そのような資産評価に基づく実現利益が計上される。しかしながら、当該固定資産の収益性が当初の予想よりも低下した場合、将来に損失を繰り延べないために、資産の回収可能性を帳簿価額に反映させ、過大な帳簿価額を減額させる会計処理が必要となる。これは、金融商品に適用されている時価評価とは異なり、資産価値の変動によって利益を測定することや、決算日における資産価値を貸借対照表上に表示することを目的としているのではなく、取得原価基準のもとで行われる帳簿価額の臨時的な減額である[13]。

ここで、固定資産の減損とは、資産の収益性の低下により投資額の回収が見込めなくなった状態をいい、減損処理とは、企業が保有する固定資産の価値が帳簿価額から著しく低下した場合に一定の条件の下で低下した価値の差額を費用として損益計算書に反映させる会計処理のことを言う[14]。減損会計がどのような会計処理であるかは図 2-3 で基本的な概要図を示す。

12 減損会計基準」一参照。
13「減損会計基準の設定に関する意見書」三 1 参照。
14「減損会計基準の設定に関する意見書」三 3 参照。

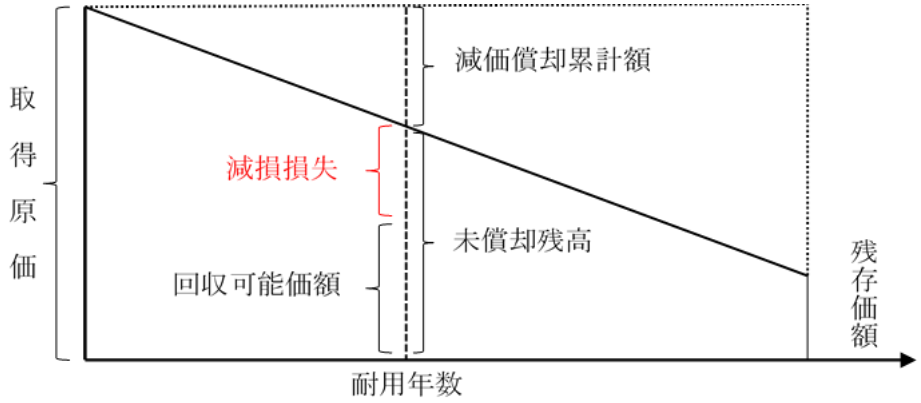


図 2-3　減損概要図

(5)減損会計の流れ

減損処理の基本的な流れは図 2-4 で示した通り大きく 3 つのステップ「減損テスト」「減損損失の認識」「減損損失の測定」に分類できる。初めに減損損失を認識するかどうかの判定および減損損失の測定に際して、合理的な範囲で資産の識別、グルーピングを行う必要がある。

次に、資産または資産グループについて「減損テスト(Step1)」と呼ばれる減損の可能性を調べる。ここでは、①継続的な赤字②回収可能価額を著しく低下させる変化③経営環境の著しい悪化④市場価格の著しい下落等の減損の兆候を把握する。減損の兆候が示された場合、次のステップの「減損損失の認識(Step2)」へ移行する。

「減損損失の認識(Step2)」では、減損の兆候がある資産または資産グループについて減損損失を認識するかどうか判定を行い、減損損失を認識すべき対象資産を確定する。具体的には、資産または資産グループについて割引前将来キャッシュ・フローの総額と帳簿価額との比較を行い、割引前将来キャッシュ・フローが帳簿価額を下回った場合に減損損失の存在が相当程度に確実であるとし「減損損失の測定(Step3)」へ移行する。

「減損損失の測定(Step3)」では、これまでの手続きにより減損損失を認識すべきと判定された資産または資産グループについては、帳簿価額を回収可能価額まで減額し、当該減少額を減損損失として当期の損失とし財務諸表上に表示される[15]。この回収可能価額については資産または資産グループの正味売却価額と使用価値のいずれか大きい金額とされている。正味売却価額とは資産または資産グループの時価から処分費用見込額を控除して算定され

15「減損会計基準」二参照。

る金額をいい、使用価値とは資産または資産グループの継続的使用と使用後の処分によって生ずると見込まれる将来キャッシュ・フローの現在価値とされている。なお時価とは公正な評価額をいう。通常、それは観察可能な市場価格をいい、市場価格が観察できない場合には合理的に算定された価格をいう[16]。市場価格が観察できない場合には、不動産について「不動産鑑定評価基準」に基づいて算定することとなっており、自社における合理的な見積が困難な場合には、不動産鑑定士から鑑定評価額を入手して、それを合理的に算定された価額とすることができるとされている[17]。

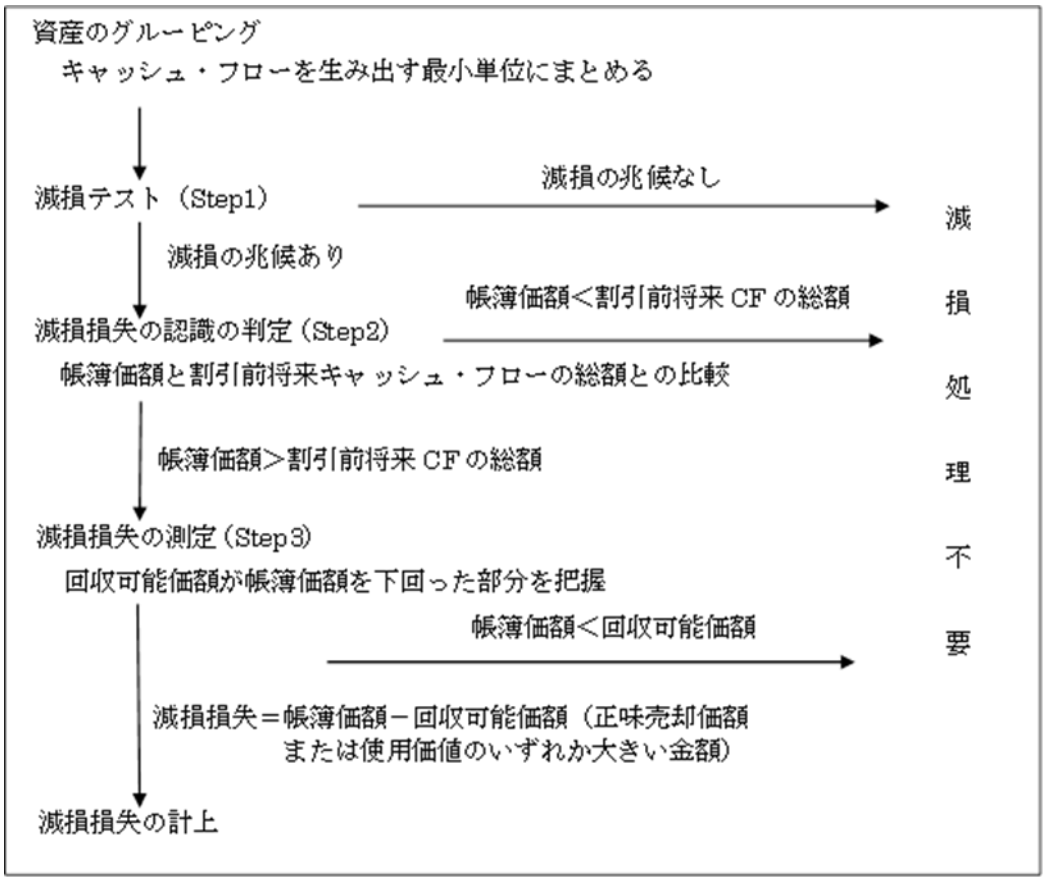


図 2-4　減損会計処理手順フローチャート

(6)注記事項

減損処理は、企業の財政状態に与える影響度は大きいため、重要な資産について減損損失

16「減損会計基準注解」（注 1）3 参照。

17「減損会計基準適用指針」2 参照。

を認識した場合には、減損損失を認識した資産、減損損失の認識に至った経緯、減損損失の金額、資産のグルーピングの方法、回収可能価額の算定方法等の事項について注記をするように定めている。

(7)減損会計基準の国際比較

ここでは日本基準と米国基準、国際会計基準の減損会計基準について比較を行う。各基準の概要は表 2-6 に示す。

表 2-6　減損会計基準の概要

	日本会計基準	国際会計基準(IAS36号)	米国会計基準(SFAS144号)	
減損会計目的	簿価の回収可能性の低下を会計記録に反映させる	簿価の回収可能性の低下を会計記録に反映させる	減損が生じた資産の取得原価を公正価値で再設定する	
対象資産	すべての固定資産(金融資産、繰延税金資産、前払年金費用などを除く)	すべての資産(棚卸資産、工事契約から生じる資産、繰延税金資産、従業員給付から生じる資産、金融資産を除く)	継続使用 長期性資産・識別可能無形資産・これらに関連するもの	処分予定 長期性資産・識別可能無形資産
			(金融商品、繰延税金資産を除く)のれんについてはSFAS142号を適用	
回収可能性を検討しなければならない資産	減損の兆候のある資産	減損の兆候のある資産	減損の兆候のある資産	すべての処分予定資産
減損の認識	帳簿価額＞割引前CF	帳簿価額＞回収可能価額	帳簿価額＞割引前CF	帳簿価額＞公正価値(売却費用控除後)
減損損失の測定	帳簿価額－回収可能価額	帳簿価額－回収可能価額	帳簿価額－公正価値	帳簿価額－公正価値(売却費用控除後)
減損損失の戻入れ	しない	一定の要件の下で戻入れを行う	しない	公正価値(売却費用控除後)の見積り変更で行われることがある

出所：「減損会計に関する国際会計基準と米国会計基準の相違点」（金融庁）
https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/,tosin/1a927d.htm(accessed Dec,8,2018）を参考に作成

大きな違いは減損損失の認識の判定と減損損失の測定および減損損失の戻入れにある。日本会計基準と米国会計基準では割引前将来キャッシュ・フローが帳簿価額を下回った場合に減損損失を認識するのに対し、国際会計基準では回収可能価額が帳簿価額を下回った場合に減損損失を認識することになっている。また、測定については日本会計基準と国際会計基準では帳簿価額を回収可能価額まで減額し、当該減少額を減損損失としているのに対し、米国基準では帳簿価額を公正価値まで減額し、当該減少額を減損損失としている。つまり、減損損失の認識の判定については日本会計基準と米国会計基準が類似しており、減損損失の測定については日本会計基準と国際会計基準が類似しているのである。

減損損失の戻入れについては日本会計基準と米国会計基準は行わないのに対し、国際会計基準では一定の要件の下で行うことになっている。なお、のれんについては戻入れを行うことはできないとされている。ここで、減損損失の戻入れとは、過去に見積もった回収可能価額に変更が生じた場合に要求する処理のことを言う。資産の時価等の著しい低下により

減損を認識した後、市場の需要に応じて上昇に転じた場合に、減損がなかったと仮定した場合の帳簿価額を限度に、当初の減損損失の修正を行うことである。つまり、減損損失の戻入れを行うことにより帳簿価額が増額されることになる。戻入れについて図 2-5 に基本的な概要図を示す。

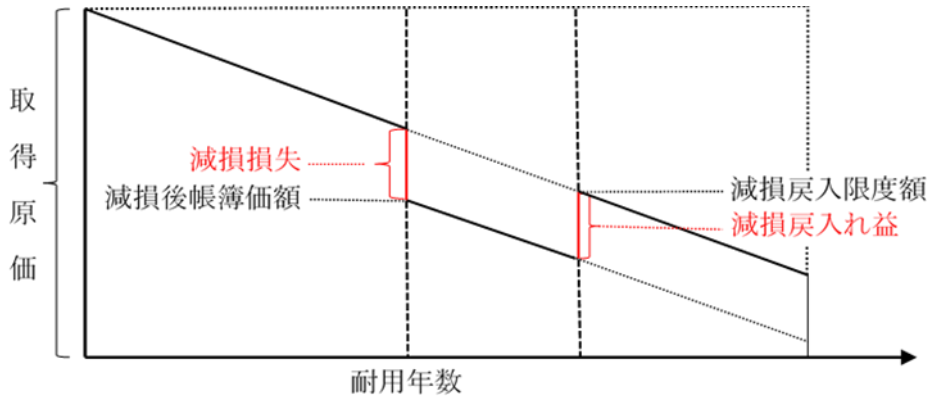


図 2-5　減損戻入れ概要図

(8)減損会計制度と遊休不動産の開示情報

遊休不動産における減損処理は健全な企業活動の流れに沿ったものであり、その経済価値を可視化するものである。前述した通り、減損処理は企業の財政状態に与える影響度は大きいため、適用指針においても重要な資産について減損損失を認識した場合には、損益計算書に係る注記事項として以下の項目を注記するように定められている。

・減損損失を認識した資産又は資産グループについては、その用途、種類、場所などの概要

・減損損失の認識に至った経緯

・減損損失の金額については、特別損失に計上した金額と主な固定資産の種類ごとの減損損失の内訳

・資産のグループについて減損損失を認識した場合には、当該資産グループの概要と資産をグルーピングした方法

・回収可能価額が正味売却価額の場合には、その旨及び時価の算定方法、回収可能価額が使用価値の場合にはその旨及び割引率

上記の項目が損益計算書へ注記されることにより遊休不動産についてより詳細な情報が開示される。具体的には、減損損失は帳簿価額から回収可能価額が控除され求められるため、企業利益を圧迫する含み損等の損失が可視化される。また、用途、種類、場所等についても

注記が求められているため、企業の保有する遊休不動産情報が明らかになる。しかしながら、減損損失に係る注記情報開示には企業ごとにばらつきが目立ち、開示が不十分な水準にとどまる企業も少なくないため、財務諸表の信頼性が担保されているのか懸念が生じる。

5.2　投資不動産会計制度

(1) 投資不動産会計制度の展開

投資不動産会計制度は突然前触れもなく発生したものではない。本節で示すように、投資不動産会計制度は、先行し、同時並行してきた有形固定資産再評価の時価評価等の実務慣行を土台として定着したことが推定されるのである。

英国では 1950 年代頃には有形固定資産の再評価の実務が会計慣行として定着していた。その再評価処理は、企業によって統一性を欠いていたことも事実である。そのことが、企業間比較を困難にさせると同時に、経営者の裁量行動を介入させる温床となっていた。1970 年代頃、固定資産の処理を含めて統一的な会計基準を設定し、会計制度の総合的な整備を進めようとする機運が高まっていた。このような環境のなかで、減価償却会計の創設が準備されていた。

1975 年に、減価償却会計基準の公開草案である ED 第 15 号が公開された。ED 第 15 号が公表される以前に、英国には減価償却会計基準が存しなかったのである。この公開草案に対して、不動産業界は反発した。原(1982、pp. 3-4.)は、この理由を以下の 3 点に整理している。

第 1 は、「実務上、減価償却の適用は困難であるとする反対論」である。一般に英国では堅固建物が多くを占め、日本のように土地と建物を分離して考えることなく、土地・建物を一体として扱っている。一体として認識されている不動産から、減価償却の対象となる建物部分を抽出することが困難であるとするのが、大きな理由である。また、たとえ建物部分を抽出したにせよ、その耐用年数を合理的に設定することが難しいのである。英国では、築数百年という建物が多く現存している。第 2 は、「投資不動産の本質を重視する立場からの反対論」である。これは投資不動産の本質を「投資」とみる考え方である。「本来、賃貸収益を獲得することを目的とすると同時に、資産価値の増加を期待して保有」する資産とみれるのである。第 3 は、「経営政策の見地からする反対論」である。これは、不動産会社にとって一番切実な理由であると考えられる。減価償却制度が導入されると、減価償却費を計上することになり、そのことが利益を圧迫し、結果的に企業業績を悪化させることにつながると考えられていた。

以上のような、不動産業界からの根強い反対論があったが、減価償却は正規の会計基準であるSSAP第12号として、1977年に公表されることになった。しかし、投資不動産については適用が延期されることになった。このようなこともあり、投資不動産は、通常の事業用固定資産と性格が異なるため、投資不動産に特化した会計基準を創設すべきであるという機運が生まれてきた。

SSAP第12号の公表から3年後の1980年に、ついに投資不動産会計基準の公開草案であるED第26号が示され、翌年1981年にSSAP第19号として正式に公表された。このSSAP第19号こそが、現代の投資不動産会計制度の直接的起源となるものである。当該会計基準による投資不動産は、原則として賃貸収益を得る目的で所有する不動産と位置づけられている[18]。投資不動産は、公開市場価値(open market value)により評価され、貸借対照表に計上される。なお、評価差額は、損益計算書には計上されず、投資再評価剰余金として貸借対照表に計上される。また、投資不動産の評価を専門資格を有する鑑定人が実施した場合には、鑑定人の氏名、資格、評価方法を開示しなければならない[19]。さらに、大規模会社にあっては、公認の資格を有する鑑定人が担当し、5年に1度は外部の鑑定人が評価を実施することが要請される[20]。

(2) 国際会計基準における投資不動産会計の制度化

上記のとおり、投資不動産会計は英国国内の会計基準で制度化されたが、この動きは国際会計基準における投資不動産会計制度の生成過程にも影響を与えている。国際会計基準では、1986年に公表されたIAS第25号「投資の会計」に投資不動産が盛り込まれている。この会計基準は、債券、株式投資とともに投資資産として保有する土地・建物が規定されている。投資不動産を長期投資として処理する場合には、減価償却を行わず取得原価または再評価額のいずれかが貸借対照表に計上される。なお、評価差額は、損益計算書には計上されず、再評価剰余金として貸借対照表の株主持分に貸記される。

その後、ED第32号「財務諸表の比較可能性」が1989年に公表され、投資不動産の評価方法にも言及している。具体的には、長期投資として処理する場合の評価方法として、減価償却をせずに取得原価をもって貸借対照表計上額とする処理の廃止が提案された。しかしながら、ED第32号による投資不動産に関する新たな国際会計基準は公表されなかった。

---

18 SSAP第19号第7項参照。IAS第40号の投資不動産の定義と比較して、狭いものになっている。

19 SSAP第19号第12項参照。

20 SSAP第19号第6項参照。

1990 年代後半に新たな動きが始まった。1999 年に ED 第 64 号「投資不動産」が公表されたのである。これは、投資不動産の評価を全面的に公正価値評価によって行い、評価差額を損益計算書に計上するという内容である。この公表に対して、全世界より否定的な意見が寄せられた。特に公正価値モデルを適用することについては、それが十分機能するほど不動産市場は成熟していないとするものであった。日本公認会計士協会も反対意見を IASC に提出している[21]。このような反対意見を考慮し、2000 年に IAS 第 40 号「投資不動産」が公表されるに至った。この IAS 第 40 号の主な特徴は以下のとおりである。

・投資不動産の範囲は、賃貸収益目的のみならず資本増価目的も含むということである。従来の会計基準は賃貸収益目的にとどまっていたが、この基準では投資不動産の概念が拡大された。

・投資不動産の処理は、公正価値の変化のすべてを損益計算書に計上するという公正価値モデルのほかに減価償却後の取得原価で測定する原価モデルの適用も認められる。ただ IASC は、ED 第 64 号の基本思想のとおり、公正価値モデル 1 本での処理が望ましいと考えており、IAS 第 40 号第 8 項では、「財務諸表の作成者及び利用者が公正価値モデルの使用を通じてより多くの経験を得ることを可能にするとともに、いくつかの不動産市場が一層成熟するまでの時間的余裕を与えることになる」と述べている。さらに 、同第 8 項では、「公正価値モデルから原価モデルへの変更の論拠になることは通常考えられない」としており、公正価値モデルを重視する姿勢が行間から読み取れる。

このように、IAS 第 40 号は、SSAP 第 19 号と比較し、投資家により有用性の高い情報を提供するという観点を重視するものとなっている。このことは、IAS 第 40 号付録 B の B6 項の「投資不動産の特質は自己使用不動産の特質とは異なると考える。特に、投資不動産の公正価値及びその公正価値の変動についての情報は財務諸表利用者に対し高度に目的適合的である、と理事会は考える」とすることからも裏付けることができる。

(3) 日本の投資不動産会計制度の展開

日本において、投資不動産会計制度の考え方が広まったのは IAS 第 40 号が公表された時期と重なる。2000 年 6 月に企業会計審議会が、「固定資産の会計処理に関する論点の整理」を公表し、その一部に投資不動産の会計制度に言及したことが出発点となった。

---

21 反対意見の骨子は、投資不動産の処理が公正価値モデルに一本化されていることは、IAS 第 39 号において金融商品については複数の測定方法が認められていることと矛盾をする、投資不動産に対する公正価値の把握は、金融商品に比べて困難な見積り要素を含んでいること等が指摘された。

その後、企業会計基準委員会は、2008年3月に企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」（以下「金融商品会計基準」という。）を改正し、有価証券やデリバティブ取引以外の金融商品についても時価情報に対するニーズが拡大していること等を踏まえ、すべての金融商品についてその状況やその時価等に関する事項の開示の充実を図っている。

この結果、改正された金融商品会計基準では、貸付金など事業投資としての性格が見受けられるものであっても、時価を注記することとなった。このような会計基準の変更の流れは、「投資不動産の会計」にも影響を与えることになり[22]、今般の時価による注記を主眼とした「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」（以下、「賃貸等不動産会計基準」という）の公表につながった。

本会計基準の中心概念である「時価」と「賃貸等不動産」の定義は次のとおりである。

「時価」とは、公正な評価額をいう。通常、それは観察可能な市場価格に基づく価額をいい、市場価格が観察できない場合には合理的に算定された価額をいう。「賃貸等不動産」とは、棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産（ファイナンス・リース取引の貸手における不動産を除く）をいう[23]。したがって、物品の製造や販売、サービスの提供、経営管理に使用されている場合は、賃貸等不動産には含まれない。次に、賃貸等不動産の具体的範囲が問題となるが、会計基準（第 5 項）では以下の点を明示している。

- 貸借対照表において投資不動産（投資の目的で所有する土地、建物その他の不動産）として区分されている不動産
- 将来の使用が見込まれていない遊休不動産
- 上記以外で賃貸されている不動産

なお、賃貸等不動産には、将来において賃貸等不動産として使用される予定で開発中の不動産や継続して賃貸等不動産として使用される予定で再開発中の不動産も含まれる。また、賃貸を目的として保有されているにもかかわらず、一時的に借手が存在していない不動産についても、賃貸等不動産として取り扱うものとされる。また、賃貸等不動産に関する注記事項は、以下の諸点を注記するものとされる（基準第8項）。ただし、賃貸等不動産の総額に

22 金融商品会計基準が「投資不動産の会計」に影響を与えた背景に投資不動産と金融財との特性の類似性が指摘されている。投資不動産と金融財の同質性を発生するキャッシュ・フローに根拠も求めた研究に、Howieson(1997)、古賀(2000)、大野(2005)、近藤(2011)等がある。

23 IAS 第 40 号の投資不動産の定義とほぼ同様となっている。

重要性が乏しい場合は注記を省略することが可能であり、管理状況等に応じて、注記事項を用途別、地域別等に区分して開示することができる。

・賃貸等不動産の概要

・賃貸等不動産の貸借対照表計上額及び期中における主な変動

・賃貸等不動産の当期末における時価及びその算定方法

・賃貸等不動産に関する損益

以上の定義から、賃貸等不動産には、遊休不動産も含まれることが重要な点である。

次に賃貸等不動産会計基準に関係した不動産評価の考え方を述べる。賃貸等不動産の当期末における時価とは、通常、観察可能な市場価格に基づく価額をいい、市場価格が観察できない場合には合理的に算定された価額をいう（基準第 4 項(1)）。この賃貸等不動産に関する合理的に算定された価額は、「不動産鑑定評価基準」（国土交通省）による方法又は類似の方法に基づいて算定する(適用指針第 11 項)。またこれは、自社における合理的な見積り又は不動産鑑定士による鑑定評価額とすることができる。「不動産鑑定評価基準」においては、評価目的に応じて、正常価格、特定価格、限定価格、特殊価格が列挙されているが、不動産の鑑定評価によって求める価格のうち、賃貸等不動産の時価の注記を行なうにあたって時価に対応するものは正常価格（市場性を有する不動産について、現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす市場で形成されるであろう市場価値を表示する適正な価格）（不動産鑑定評価基準 第 5 章第 3 節Ⅰ）であると考えられる。なお、開示対象となる賃貸等不動産のうち重要性が乏しいものについては、一定の評価額や適切に市場価格を反映していると考えられる指標を時価とみなすことが可能であり、容易に入手できる評価額や土地価格指標の活用が許されている。この容易に入手できると考えられる評価額には、いわゆる実勢価格や査定価格などの評価額が含まれ、また、容易に入手できると考えられる土地の価格指標には、公示価格、都道府県基準地価格、路線価による相続税評価額、固定資産税評価額が含まれる(適用指針第 31 項)。

以上のとおり、賃貸等不動産の評価は、「不動産鑑定評価基準」に基づいた原則的な評価と、路線価等の公的土地評価情報を活用した簡便な評価が併存している。

第 6 節　まとめ

本章では、遊休不動産の基礎概念および企業活動における遊休不動産をめぐる課題を中心に議論し、本論文の実証分析に関連する不動産会計制度を概観し検討した。遊休不動産を

めぐる課題は以下のとおりである。

第1に企業の保有する遊休不動産は、空き家・空き地同様に安全性の低下、公衆衛生の悪化、風景・景観の阻害等の生活環境への影響を及ぼすものである。また、企業活動において収益性の低下等により遊休化した不動産は就業機会の消失や、その地域周辺の経済活力への影響、さらには土壌汚染問題等による流動化リスク等の外部不経済を生じる存在になっている。今後、人口減少や少子高齢化を背景とした労働人口の減少による労働生産性の低下が懸念されるなか、国や地方公共団体が日本の経済成長にむけて遊休不動産の利活用に取り組んでいるが、その効果は限定的である。したがって、企業活動における遊休不動産のあり方が重要な役割を果たすものと考える。

第 2 に、遊休不動産を保有することは企業経営に対してマイナスの影響を与える可能性が高いことである。遊休不動産はキャッシュ・フローを生んでいないことや減損リスクが高いことから企業業績に悪影響を与える。また、流動性を低める等財務体質を弱める傾向にある。これらが、結果的に企業価値を低める方向に作用してしまうのである。

第3に、減損会計制度や投資不動産会計制度の注記情報により、企業の保有する遊休不動産情報は開示されているが、企業ごとにばらつきが目立ち、開示が不十分な水準にとどまる企業も少なくないため、財務情報の信頼性が担保されているのか懸念が生じる。

本論文では、上記の問題意識のもと、企業活動における遊休不動産をめぐる課題を踏まえ、実証分析および事例分析を行い検討する。第3章では、続く第4章・第5章において実証的会計研究の知見を参考に実証分析を行うにあたり、それらに関連する先行研究の整理をする。

【参考文献】

[1]Aboody.D,M.E.Barth and R.Kasznik(1999)“Revaluation of fixed assets and future firm performance:evidence from the UK” *Journal of accounting & economics*,vol26,pp.149-178.

[2]Brown.P,H.Y.Izan and A.L.Loh(1992)“Fixed asset revaluations and Managerial Incentives” *ABACUS,* vol.28,No.1,pp.36-57.

[3]Howieson,B.(1997) “Accounting for Investment Properties”Australian Accounting Research Foundation,Discussion Paper No.24

[4]Standish.P.E.M and S.I.Ung(1982) “Corporate signaling, asset revaluations and the stock

prices of british companies" *The accounting review* , October, pp. 701-715.

[5]新井清光(1993)『会計基準の設定主体－各国・国際機関の現状』中央経済社

[6]大野智弘(2005)「投資不動産の特質と公正価値モデル」『産業経理』第 65 巻第 3 号, pp. 98-108.

[7]岡崎英一(1995)「英国における有形固定資産再評価実務の系譜―Survey of Published Accounts の調査・検討を中心として―」『福井大学教育学部紀要第Ⅲ部（社会科学)』第 49 号, pp. 1-28.

[8]岡崎英一(1999)「資産の時価評価の目的に関する一考察―英国の事例研究を中心として―」『福井大学教育学部紀要第Ⅲ部（社会科学)』第 55 号, pp. 1-13.

[9]大矢知・佐々木(1981)『イギリス会計制度の展開』同文舘出版

[10]古賀智敏(2000)「投資不動産の時価会計と業績評価－国際会計基準の導入と日本企業への影響－」『不動産研究』第 42 巻第 2 号, pp. 1-9.

[11]古賀智敏(2000b)『価値創造の会計学』税務経理協会

[12]近藤汐美(2011)「投資不動産の特性と公正価値会計－有形財と金融財の概念的ブリッジー」『同志社大学大学院商学論集』第 45 巻第 2 号, pp. 28-57.

[13]武田隆二(2002)『会計学一般教程<第 5 版>』中央経済社

[14]田中弘(1991)『イギリスの会計基準 - 形成と課題 - 』中央経済社

[15]田中弘・原光世訳(1990)『イギリス会計基準書』中央経済社

[16]中川美佐子(2003)『複眼的資産評価論』千倉書房

[17]中村忠(1982)『新訂現代会計学』白桃書房

[18]原光世(1982)「イギリスにおける投資不動産の会計処理」『大阪学院大学商経論叢』第 8 巻第 3 号, pp. 1-12.

[19]万代勝信(2007)「イギリスにおける固定資産時価評価の導入－実務、会社法、会計基準の相互作用－」『会計学論考－歴史と最近の動向』中央経済社、pp. 19-44.

[20]山浦久司(1993)『英国株式会社制度論』白桃書房

第３章　関連する先行研究と本研究の位置づけ

第１節　はじめに

実証会計研究は米国を中心に発展してきた会計研究の一分野であり、計量経済学やファイナンス理論の影響をうけ、財務諸表データや株価データを活用し分析するという独自のスタイルを確立してきている。また、実証的な分析を用いることにより、会計制度・会計実務の妥当性を検証することを目的としている。日本においても実証会計研究は蓄積されてきており、これらの知見が不動産分野の実証会計研究にも活用できる。そこで本論文では、実証会計研究の知見を参考にし、遊休不動産をめぐる課題を踏まえ実証分析および事例分析を行う。

近年、企業活動や資本市場のグローバル化、会計基準の国際的動向を背景に公正価値会計が拡大しつつあり投資家等にも注目されているが、現行の会計基準において有形固定資産の継続的な公正価値測定は求めていない。そのような会計基準のなかでも、一般的な日本企業が有形固定資産を（広義の）公正価値[24]で測定する必要に迫られるのは、減損損失を計上する必要が生じ、特定年度に限って再評価が求められるケースに限られる（米山 2016)。

企業不動産に関連する会計制度である「固定資産の減損にかかる会計基準（以下、減損会計基準)」は 2006 年 3 月期より強制適用され、一定年数が経過し実務において定着しつつある。しかしながら、減損会計基準には経営者の判断と見積もりに委ねる部分も多く、整備が不十分である。そのため、財務諸表に開示されている情報のなかには、企業固有の事情を反映させた仮定や予測に基づいた将来キャッシュ・フロー等、経営者の裁量性が介在し、その開示情報に対し信頼性が担保されていない状況にある。また、減損処理を行うにあたって企業自ら将来キャッシュ・フロー等を見積り計算し、固定資産の公正価値を評価する必要があり、手続き的、経済的に企業の負担やコストを増大させている。国際的にも、公正価値測定を含む会計上の見積もりの合理性に係る信頼性の担保は評価専門家の関与や監査人のチェックに委ねられるため重要論点とされ、公正価値情報の重要性は増してきている。そのような中、国内企業では財務報告の信頼性担保への取り組みに力を入れている企業も増加傾

24 公正価値とは「測定日時点で、市場参加者の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格又は負債の移転するために支払うであろう価格」（IFRS 第 13 号（9））である。減損会計が求めている回収可能価額の切り下げによる再評価は、（広義の）公正価値で測定する必要が生じる。本論文では減損会計を広義の公正価値会計の位置づけとして扱っていく。

向であるものの、企業にとってマイナス情報となる開示に対しては消極的であると考える。また、企業の保有する不動産のうち企業活動に使用されていない不動産、すなわち遊休不動産は、その位置、規模、機能等によっては流動化リスクがみこまれ外部不経済を発生させる要因となることが考えられ、企業不動産情報開示のあり方を検討する必要がある。

しかし、減損会計適用企業における遊休不動産情報の開示に焦点を定めた報告はこれまでにない。そこで、本論文では、企業不動産の開示情報を意識して、その発見事項から企業不動産について検討を行うことを目的としている。そのうえで、投資家に対する有用性の高い情報提供と企業不動産の活用状況の把握について基礎的知見を提示し、社会問題化している空き家・空き地問題の解決策に資することを目的としている。

上記に照らし、本章では、減損会計制度の導入の経緯と減損会計に係る先行研究の整理を行う。また、減損会計には経営者の裁量性が介在するため利益調整行動と密接に関連するコーポレート・ガバナンスについて基本的特徴とその変化の過程を概観し、コーポレート・ガバナンスに係る先行研究の整理を行う。その上で減損会計適用実務における内部統制の問題が財務報告にどのように影響しているのか、公正価値評価を中心に整理する。また、昨今の日本企業ではESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮したガバナンス改革が進められ、企業の中長期的な成長への取組みが推進されてきている。そこで ESG 経営へ先進的な取組みをみせている諸外国の ESG に係る先行研究および日本企業の ESG に係る先行研究を整理する。

第 2 節　減損会計

2.1　米国における減損会計制度

減損会計が最初に制度化されたのは米国においてである。1980 年代の経済情勢を背景に、企業のリストラを目的とした有形固定資産の切り下げが盛んに実施されてきた。1970 年代から 1980 年まで、資産の切り下げ実施企業は増加傾向にあり、1980 年代に入り 1993 年に至るまで実施する企業は急激に増加してきた。主に経営者の交代等を契機に、それまでの企業の垢を洗い流すかのように資産の切り下げを実施することで、その後の費用等が軽減され、新任経営者は自身が経営者になってからの企業業績が向上したような印象を与えることを目的として実施されてきた。いわゆる「ビッグ・バス[25]」と呼ばれるものである。その

25 ビッグ・バスとは業績が悪化し、利益が思わしくない企業は、将来発生するであろう損失や費用で計上可能なものを当該期に計上することで、その後の損失や費用負担を軽減し利益の回復を狙うものであ

問題点は、経営者の都合で実施される資産の切り下げの会計処理について会計基準上のルールづけがされておらず、企業財務に与える影響について危惧されることにあった。そのため、1980 年に米国の公認会計士協会（AICPA）が米国財務会計基準審議会（FASB）に「固定資産の帳簿価額を完全に回収できない場合の会計処理」と題する問題提起書を送ったことをきっかけに、当初は消極的ではあったが、1990 年にディスカッション・メモランダムを公表し、1995 年に SFAS 第 121 号「長期性資産の減損及び処分予定の長期性資産の会計処理」を制定し減損会計基準が導入されたのである[26]。この後、2001 年に SFAS 第 121 号を基礎とした SFAS 第 144 号「長期性資産の減損又は処分及び処分関連債務の会計処理」が公表され置き換わることになった。前述のとおり、米国における減損会計制度は資産の簿価切り下げに対し一定の歯止めをかける必要があったことが導入の背景にある。

2.2　日本における減損会計制度

日本では 2000 年より、連結財務諸表の改定、税効果会計の導入、退職給付金会計の改定、金融資産についての時価会計、キャッシュ・フロー計算書の制度化等の導入が行われてきた。この「会計ビッグバン」の総仕上げとして最後に導入されたのが減損会計である。

従来、固定資産の減損に関する処理基準が明確ではなかったため、固定資産の帳簿価額が、その帳簿価額に比べ過大に表示されたまま、将来に損失が繰り延べられているのではないかと指摘があった。また、裁量的な固定資産の評価減が行われるおそれがあるという見方もあり、固定資産の減損について適正な会計処理を行うことにより、投資家に適正な情報を提供するとともに、会計基準の国際的調和を図ることを目的とし、「減損会計基準」が必要とされた。これらの経緯から、日本の会計制度では含み損にあたるものは資産を売却しない限り表面化しなかったが、2006 年 3 月期以降から全企業に義務付けられたことにより固定資産の含み損が減損損失として財務諸表上に明らかにされるようになった。前述のとおり、日本における減損会計制度はバブル崩壊後の貸借対照表の信頼性の回復および会計基準のコンバージェンスが導入の背景にある。

会計基準は各国ごとの経済情勢等のなかで整備されてきたため、相違点は生じるものであるが、企業活動のグローバル化、また投資家のグローバル化にともない、国際的な標準化が求められてきている。近年では国際会計基準審議会（IASB）と米国財務会計基準審議会

る。

26 この後、国際会計基準審議会(IASB)では、SFAS 第 121 号を参考に検討をし、1998 年に IAS36 号「資産の減損」が公表された。

（FASB）が会計基準のコンバージェンスへの動きとともに、日本においても 2010 年から国際財務報告基準（IFRS）[27]の任意適用が認められ、IFRS を積極的に導入する企業[28]も増加傾向にある状況である。次節では、このような会計基準の動きの中で、必ずしも本来の目的が実現されていない各国の減損会計基準がどのような視点から分析がなされてきているのか、また、これまでに解明された事や解明されていない事について先行研究の整理を行う。

2.3 減損会計に係る先行研究

近年までに減損会計の研究は多数蓄積され、これらの先行研究は市場反応、利益調整行動、コーポレート・ガバナンスの視点からの研究に大別される。その中でも市場反応や利益調整行動の研究が多く、これらについての研究は多数の蓄積があり、近年ではコーポレート・ガバナンスの視点での研究も蓄積されてきている。

（1）国外の先行研究

市場反応の研究は国外での歴史が長く、有形固定資産の再評価および評価減（Write-Offs, Write-Downs）に関連した研究は、各国でされてきた。初期のものでは Sharp and Walker（1975）は 1960 年から 1970 年に豪州企業 32 社が公表した再評価サンプル 34 を対象にイベント・スタディ[29]により検証し、再評価の発表と株価変動に関連があり、株価の推移は発表後の数か月にわたり維持されていることが観察された。Standish and Ung（1982）では 1964 年から 1973 年に再評価を公表した英国企業 232 社を対象にイベント・スタディにより検証した。その結果、発表日の前後で累積平均残差にプラスの動きがあり、再評価の発表と株価変動の間に関連性がみられた。しかし、情報信号全体での反応はみられたものの、再評価単独で株価が反応していることは見いだせていない。

米国を中心とした研究では Strong and Meyer（1987）は、1981 年から 1985 年までの評価減アナウンスした企業をサンプルにイベント・スタディを用いてアナウンス日前後 60 日間における検証を行った。その結果、アナウンス日以前の累積異常リターンはプラスであったが、アナウンス日における累積異常リターンは大きくマイナスになることが観察された。また、評価減の決定要因について財務指標によるペアケース判別分析し、経営者の交代が誘因

27 IFRS(International Financial Reporting Standards)とは、国際会計基準審議会（IASB）によって設定される会計基準の総称。2005 年より EU 域内の上場企業に対して強制適用されている。

28 日本において IFRS 適用している企業は、2021 年 6 月現在、IFRS 適用済会社 226 社、IFRS 適用決定会社 10 社となっている。https://www.jpx.co.jp/listing/others/ifrs/index.html

29 イベント・スタディとは、株価に影響を与える可能性の情報が公表された時点で株価にどのように影響を与えるのかを検証する手法である。

になっていることが観察された。しかし、負債比率等の財務指標については観察されていない。Elliot and Shaw(1988)では1982年から1985年における評価減計上企業240社について検証した。その結果、調査期間内において株価収益率は評価減アナウンス6か月前から同産業内の中央値と比べ、有意に低くその後も6か月影響が続くことが観察された。また、サンプル240社のうち39%が評価減を計上した年度にCEO、CFO、社長の交代が観察されている。Elliot and Hanna(1996)では1970年から1994年の長期にわたって特別損益項目に着目した市場反応について検証した結果、複数回の評価減を行うと投資家は合理的に高い割引率で将来キャッシュ・フローを評価するためERC(earnings response coefficients)が低くなり、投資家の評価に複数回の評価減が影響していることを発見している。Francis *et al.*（1996）では1989年から1992年に公表された674の評価減をサンプルに市場の反応を分析した結果、評価減は有意にマイナスの反応を示し、それと同時に発表された収益情報には有意な反応を示さなかった。したがって、評価減発表自体に情報内容があったことが確認している。しかし、Bunsis（1997）では1983年から1989年の207社をサンプルとしてイベント・スタディを行なった結果、評価減の発表前に関連した情報を事前開示している場合（事前開示サンプル37）にはプラスの反応を示す結果となっている。

これらの一連の研究において再評価の発表と株式リターンの間に関連性があり、開示タイミングにより投資家評価が異なることが確認できる。

その後、経営者の裁量的な評価減が問題視され経営者の会計行動に関する研究がされてきた。Zucca and Campbell（1992）は1978年から1983年に評価減を公表した67社（77サンプル）を対象に経営者の裁量的な評価減と企業の財務健全性について、利益平準化仮説[30]とビッグ・バス仮説を提示し検証した。その結果、評価減を利用した利益平準化（22社）やビッグ・バス（45社）が行われていることが観察された。しかしFrancis et al.（1996）では利益平準化やビッグ・バスが観察されず評価減を利用した会計行動は行われていないと結論づけている。これらの研究は減損会計基準が設定される以前の研究であり、この後の1990年代の半ばから減損会計基準は適用されることとなる。適用以降の研究では、Riedl（2004）は1992年から1998年をサンプル期間とし評価減と経済的要因の関連はSFAS第121号前後で異なるのかを検証した結果、SFAS第121号以降にビッグ・バスが観察され経営者による裁量的な会計行動がとられていることが観察されている。また、Strong and

30 利益平準化とは、経営者による意図的な選択行動により、業績が好調な時は利益を減少させ、業績が不調な時は利益の増加をし調整を行うことで報告利益の変動を抑えることである。

Meyer（1987）やElliot and Shaw（1988）同様に経営者の交代が評価減の決定要因になっているとも示している。Minnick（2011）では1992年から2000年を対象に評価減とコーポレート・ガバナンスに対する市場反応を分析している。その結果、経営者交代時の突発的な評価減に対し最も負の反応が観察された。さらに、コーポレート・ガバナンスが弱いと便宜的に評価減を使っていることを示し、コーポレート・ガバナンスの強弱と評価減の大きさの関係性も観察されている。

米国以外の企業を対象にした研究についてもビッグ・バスや利益平準化、経営者交代と減損の関係等の利益調整行動についても観察されている。一方、そのような経営者の裁量の余地が大きい減損会計について、注記情報と株主資本コスト[31]の視点からの研究もされてきている。台湾企業を対象にした研究では、Chao（2006）が2004年から2005年にSFAS第35号[32]を早期適用した企業とそれ以降に適用した企業を対象に検証した。その結果、適用年度における業績の芳しくない企業ほど減損損失額が大きくビッグ・バスをとる傾向が観察された。また経営者交代のある企業ほど減損損失額が大きくなることや予想外の減損損失は市場にマイナスの反応を示すことが観察された。Siggelkow and Zülch（2013）は2004年から2010年にIFRSを適用したドイツ企業を対象にIAS36号による減損損失の計上要因を検証した結果、利益平準化が観察されている。また、予想とは反して高レバレッジ企業ほど高い減損損失を計上する可能性が高いことや企業規模の影響があることを発見している。しかし、経営者交代時に減損損失が計上される可能性が高いことは観察されていない。Paugam and Ramond（2015）はIAS36号を適用したフランス企業を対象に減損テストの開示と株主資本コストの関係性を検証している。その結果、減損損失の注記事項が充実している企業の株主資本コストやアナリストの予測誤差が減少することを発見している。

（2）日本の先行研究

日本では2002年に減損会計基準が公表され、2004年3月期に早々期適用、2005年3月期に早期適用、2006年3月期に強制適用となった。日本においても米国と同様に市場反応や利益調整行動の研究は蓄積されてきており、減損会計適用年度に関連する研究では、山本（2005）が2004年に早期適用した企業について実施動機および利益管理政策について検証

31 株主資本コストとは、株主より出資をうけて調達した資本に対するコスト。投資家の観点からみると投資家が要求する最低限の要求収益率。

32 台湾の会計基準では会計研究発展基金(ARDF)によって設定されている。米国の財務会計基準審議会(FASB)や国際会計基準審議会(IASB)に同様の基準がある場合にはそれをモデルとして作成し、第35号である「資産減損の会計処理」が2004年に設定されている。

した。その結果、早期適用企業では負債比率の高いことや増加型の利益管理政策をとっていることが観察された。これにより負債比率の高さが早期適用企業の利益平準化行動に結びついていることを発見している。しかし、米国同様の経営者交代仮説[33]は支持されていない。榎本（2007）は 2004 年 3 月期と 2005 年 3 月期に早期適用した企業における利益マネジメントについて利益の水準または変化の程度に着目した、利益平準化仮説とビッグ・バス仮説を提示し検証を行っている。その結果、利益の水準が高くなるほど減損損失を計上し、利益の水準がマイナスでは大きな減損損失を計上していることが観察され両仮説とも支持された。木村（2007）では減損控除前の特別利益と特別損失に着目し検証した結果、早期適用期間における減損実施企業の減損控除前特別利益が有意に大きく利益平準化が観察されている。これらの研究により減損会計の適用タイミングで裁量的に利益調整行動をとっていることが確認できる。

市場反応の研究では勝田・馬・大川（2008）は早期適用企業による 2004 年 3 月期、2004 年 9 月期における適用発表日と損失計上日を分類し、3 月期適用会社と 9 月期適用会社の公表に対する市場の反応を検証し、3 月期適用発表日に対応する異常収益率では企業が自らの損失を早期に公開したことで市場からは好感がもたれプラスに反応した。一方、9 月期適用発表日に対応する異常収益率では、市場から好感がもたれた傾向がなくマイナスに反応した。向（2008）は 2004 年から 2007 年に減損会計基準の適用を公表した企業を減損規模[34]により分類し、減損損失が株式リターンおよび財務情報に及ぼす影響について検証している。早期・早々期適用企業は強制適用後の企業に比較して株式リターンは市場平均より高く、早々期適用企業では減損中規模、小規模の企業が株式リターンに対してプラスに有意であり、早期適用企業では減損中規模の企業においてプラスに有意であった。また、強制適用以前に中規模の減損損失を計上した企業では、その後の会計年度にまで収益性の回復が観察された。小林（2008）は早期適用した企業群と強制適用した企業群との間で株式市場での評価に差異があるのかに焦点をあて、具体的には日本経済新聞で減損アナウンスの流れた日をアナウンス日とし、企業の適用タイミングにどのような要因が影響を与えているかを検証している。その結果、強制適用企業群にはアナウンス日及びその週に負の異常リターンが

33 経営者交代仮説とは経営者交代時期に裁量的な利益調整を行うことである。特に外部から就任した経営者はビッグ・バスを実施する傾向が強く、前任者の責任において損失等を計上することで将来の業績回復を期待して行う。

34 向（2008）では減損大規模・中規模・小規模と経常利益に対する減損損失の割合で分類している。

観察され、さらに、週次の累積異常リターンを比較した結果、早期適用企業群ではほぼ一定であったのに対し、強制適用企業群ではアナウンス週の前からマイナスの推移を示した。木村（2017）では、決算発表時の減損損失に対して、固定資産のタイプ別の投資家反応や評価を検証している。その結果、減損損失が大きいほど投資家はより大きなマイナスの反応を示すが、有形固定資産については反応を示さなかった。また、のれんの減損が大きいほど大きなマイナスの反応を示し、償却されたのれんの減損に対し投資家は大きいほど大きなマイナスの反応を示した[35]。これら市場反応の研究では減損適用時期や資産内容により企業に対する投資家の評価に温度差があることが確認できる。

強制適用以降の研究においても、胡・車戸（2012）では経営者が裁量的に減損損失の規模やタイミングを決定し、利益平準化行動やビッグ・バスにより利益調整を行っていることが観察された。また、経営者は業績予想利益を下回らないように減損損失で利益調整していることも観察された。辻・高原（2016）では連続増益企業に着目し減損損失計上との関係性を検証した。その結果、増益余裕度の大きさに応じて減損損失を積極的に計上していることが観察された。減損損失計上頻度に着目した研究では岡崎（2014）が利益平準化と減損損失計上頻度について検証した結果、減損回数の少ない企業は非利益平準化企業の数が有意に多く、減損回数の多い企業は利益平準化企業が有意に多いことが観察されている。木村（2015）も同様に減損損失計上頻度に着目した検証した結果、計上頻度が少ないと減損損失率が大きくなる傾向があることが観察されている。

コーポレート・ガバナンスに係る研究では、藤山（2014a）は減損損失が適時的に計上されているのか検証し、その結果、減損損失はかならずしも適時的に計上されるわけではなく、経営者の直面する状況によって計上タイミングが異なることが観察された。また、胡・車戸（2012）では経営者交代時に新任の経営者が内部出身者の場合に減損損失を計上することが観察され[36]、藤山（2014b）では新任の出身に関係なく経営者交代時に減損損失の計上する可能性が高いことが観察された。胡・車戸（2012）や藤山（2014b）では、山本（2005）で支持されなかった経営者交代仮説が支持される結果となっているが、この背景にはグローバル化が進む中での日本企業のガバナンスモデルの変化との関係性が考えられる。これら

35 非償却ののれんを減損する米国会計基準か国際会計基準を採用する企業は東証一部上場企業のなかでも特に有名な企業が多く、そのような企業にはアナリストの数も多いため情報の非対称性が小さくなるとの解釈を示している。

36 内部就任者は企業の固定資産に関する情報を相対的に多く保有している可能性があるため、新体制・新戦略のもとで保有する固定資産の情報を最大限に活かし減損損失を計上しやすいとの解釈を示している。

強制適用以降の研究においても強制適用以前同様に裁量的に減損会計を利用した利益調整行動がとられていることが確認できる。

これら一連の研究により、経営者に裁量を与えている日本の減損会計基準においても、国外の研究同様に経営者の計上インセンティブが開示タイミングに影響し、投資家評価が異なることが確認できる。

2.4　小括

本節では減損会計導入の経緯を概観し減損会計に係る先行研究を整理した。本論文の着目している減損会計基準は、経営者の判断と見積もりに委ねる部分もおおく、経営者の裁量を認めているため、経営者の利益調整の温床となっているものである。したがって、今以上に減損損失に関する厳格な情報開示をする必要があると考えられる。

近年では会計不正問題を背景に減損会計と監査人の関係性の研究もされてきており、三輪・田口・藤山（2016）では実験研究により減損損失の計上と業績連動型経営者報酬や経営者と監査人との意見対立の開示の有無の影響について検証した。その結果、業績連動型経営者報酬が減損損失の非計上インセンティブになり、減損損失を計上した場合には経営者と監査人との意見対立の開示がされない状況では「他者の目効果[37]」により計上インセンティブになることが発見されている。経営者は外部からの目を意識した上で、裁量的に減損損失計上のタイミングを決定しており、その開示状況により投資家の評価は異なり、経営者の積極的な情報の開示に好感をもつ傾向にあると言える。このように減損会計適用時における経営者の利益管理のあり方、コーポレート・ガバナンスのあり方が利害関係者に与える影響は大きいものである。

第3節　コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスとは「企業統治」と訳され、一般的には企業の経営を監視する仕組みを意味する。コーポレート・ガバナンスは株主所有者構造・取締役構成・経営者報酬・社会貢献等、多くの要因が関連し、様々な概念が入り混じるため、確立した定義はないものであるが、おおむね「企業と株主の関係としてとらえたもの」と「企業と利害関係者の関係としてとらえたもの」に分類される[38]。

---

37 人間は「他者の目」に対する心理作用から、「他者の目」がある場合に行動に変化をもたらすという考え方。

38 経済企画庁経済研究所（1998）「日本のコーポレート・ガバナンス」を参照。

稲上（2000）では、日本モデルのコーポレート・ガバナンスを「企業コミュニティの存続と発展を重視する、内部昇進型経営者によって担われた、物言わぬ安定株主と株の持ち合い[39]、メインバンクシステムと間接金融、その他ステークホルダー（とりわけ正社員）との長期的信頼関係に支えられた、インサイダー型の二重監督システム」と定義されている。日本企業のコーポレート・ガバナンスの基本的特徴は、内部昇進型経営者、従業員重視の社内志向、株式持合い、メインバンクを中心とする間接金融体制等であった。これは企業と利害関係者との長期的な信頼関係をベースにしたものであり、株主価値最大化を最優先とする諸外国のコーポレート・ガバナンスのあり方とは異なる特性を持つ独自のものである。バブル経済崩壊以前の経済情勢が好調な時期には、日本モデルは独自のものとして高い評価を得ていたが、1990 年代にはいるとバブル経済崩壊等を機にコーポレート・ガバナンスが機能していないことに対する指摘を受けることとなる。また、銀行に対する株式所有規制等により銀行との株式持合いが解消され株式所有構造は変化していった。この時期に銀行や証券業界での不祥事等を背景に利害関係者から会社の存在意義と経営者の姿勢が厳しく問われることとなる。そこで企業は何のために存在するのか、企業は誰のものなのか、法律上の仕組み、最高責任者の選出方法やモニタリングを誰が行うのかを巡りコーポレート・ガバナンスのあり方が社会問題化した。

その後、日本企業ではグローバル化にともなう外部環境の変化や株式市場における外国人持株比率の上昇を背景にコーポレート・ガバナンスの改善が求められ、他国に比較して社外取締役の少なさや業績連動型報酬の低さが外国人投資家により指摘される要因となってきた。そのような中、2015 年 6 月 1 日から東京証券取引所等により策定されたコーポレートガバナンス・コード （以下、CG・コード）[40]が上場企業各社に適用されることになり、コーポレート・ガバナンスの強化に向けた取組みが行われてきている。CG・コードではコーポレート・ガバナンスを「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」と定義している。CG・コードは、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿について定める原則で、企業を取り巻く利害関係者のうち特に「株主」に配慮され、情報開示のあり方を示したものである。現在では

39 株式持ち合いとは、企業と企業の間や企業と銀行との間で相互に株式を所有することで安定株主の形成や敵対的買収の防止等を目的とするものである。

40 政府による「日本再興戦略改定 2014」において、日本の稼ぐ力を取り戻すための施策のひとつとしてコーポレート・ガバナンスの強化が明示された。

コーポレート・ガバナンスの強化を経営の最重要課題としている企業も多数存在し、企業のコーポレート・ガバナンスのあり方が重要視されてきている。

次節では、コーポレート・ガバナンスが機能していないことに対する指摘を受けることとなるバブル経済崩壊後から近年までの株式所有構造の変化について確認する。

3.1 株式所有者構造の変遷

前節で言及したように、日本企業のコーポレート・ガバナンスはバブル崩壊や銀行に対する株式所有の規制等による株式持合いの解消により 1990 年以降から変化していった。

表 3-1 所有者別持株比率の推移

年度	金融機関	事業法人等	外国法人等	個人・その他	証券会社	政府・地方公共団体
1990	43.0	30.1	4.7	20.4	1.7	0.3
1995	41.1	27.2	10.5	19.5	1.4	0.3
2000	39.1	21.8	18.8	19.4	0.7	0.2
2005	30.9	21.3	26.3	19.9	1.4	0.2
2010	29.7	21.2	26.7	20.3	1.8	0.3
2015	27.9	22.6	29.8	17.5	2.1	0.1
2018	29.6	21.7	29.1	17.2	2.3	0.2

単位：%

出所：東京証券取引所　2018 年度株式分布状況調査データより筆者作成

表 3-1 には、1990 年から 2018 年までの東京証券取引所の所有者別持株比率の推移を掲げた。1949 年から 2018 年の調査データのうち過去 28 年分の東京、名古屋、福岡、札幌の 4 証券取引所に上場している企業（2004 年度からジャスダック市場を含む）の持株比率の推移を示したものである。調査内容は各上場企業の株主について、所有者（投資家）属性に区分し、その株主数及び持株数を単元株数[41]ベースにて集計している。

上場企業株式所有者状況の変化の特徴として、金融機関の持株比率の減少および外国法人等の持株比率にある。金融機関持株比率については、1990 年に 43.0%であったのに対し 2018 年には 29.6%となり 1990 年代と比較し 13.4%減少している。一方、外国法人等持株比率は 1990 年に 4.7%であったのに対し 2018 年には 29.1%と 24.4%増加していることが確認できる。

次節では、このような変化の過程おいて日本のコーポレート・ガバナンスに対し市場ではどのような反応を示してきたのか、また、株式所有者構造の変化と企業パフォーマンス

41 単元株とは、2001 年 6 月の商法改正で創設されたもので、一定の株数を 1 単元とし、その 1 単元に対し議決権の行使を認めるものである。例えば、1 単元 100 株の場合には最低 100 株からの取引となる。現在、全国の証券取引所では 2018 年 10 月 1 日を期限にすべての上場企業の株式売買単位を 100 株単に変更することを公表している。

への関連性について先行研究を整理する。

3.2　コーポレート・ガバナンスに係る先行研究

近年コーポレート・ガバナンスについては特に注目されており、その研究は多数蓄積されてきている。その中から、日本企業のコーポレート・ガバナンス（主に株式所有者構造）に係る市場反応および企業に対するモニタリング効果について整理する。

（1）市場反応に係る先行研究

市場反応に着目した研究では、佐々木・米澤（2000）は、1992 年-1998 年の東証一部製造業 278 社を対象にトービンの q[42]、労働分配率に対し影響を与えているコーポレート・ガバナンスモデルの要因を特定し、イベント・スタディにより、コーポレート・ガバナンスの問題を株主視点から分析している。その結果、トービンの q に対しメインバンクダミーが有意にマイナスの影響を与え、株主所有構造やメインバンク関係にみられる日本モデルのコーポレート・ガバナンスの特徴が株主価値にマイナスの影響を与えていることが観察された。日本モデルのコーポレート・ガバナンスの問題点は株主軽視経営であり、株主価値重視への規律づけ、インセンティブを与えるコーポレート・ガバナンスモデルが必要だと指摘している。

光定・蜂谷（2009）は、2000 から 2006 年の期間を対象に 7073 サンプル（企業・年）について市場志向的ガバナンスの機能を左右する株主構成の違いが株価に影響を与えているかを 4 ファクターモデルにより分析している。分析結果は、外国人持株比率は株式超過収益率が有意に正の影響、事業法人持株比率は有意に負の影響を与え、市場志向的ガバナンスが働きやすい株主構成を持つ企業では、そうでない企業に対し有意に株式超過収益率が観察された。こうした背景には市場志向的ガバナンスの働きやすい株主構成をもつ企業の経営者による株主重視の経営行動に変化が現れたのが要因のひとつと考えられるとの解釈を示した。

宮島・保田(2015)は 1990 年から 2008 年の三市場 1 部上場企業を対象に、内外機関投資家の株式保有の増加が株価収益率に与える影響の分析をしている。その結果、海外機関投資家の保有比率が上昇すると株価投資収益率にコンスタントにプラスの影響があった。国内機関投資家の保有比率は、90 年代後半ではプラスの影響を与え、2000 年代ではその影響が

42 トービンの q とは、株式市場で評価された企業の価値（株式時価総額と債務総額の合計）を資本ストックの再取得価額の比率である。企業が資本ストックを有効活用して付加価値を生み出す限り、企業が保有する資本ストックの資産価値を上回るという考えに基づいている。

引き上げられている。これは成長可能性を発掘する能力だけでなく、自らの保有比率の上昇が市場での上昇要因となっていると指摘している。一方、銀行・保険会社等の保有は一貫して企業にマイナスの影響を与えていることが観察された。

石崎（2017）では、もっともリストラが活発した 2000 年から 2007 年後半までを対象期間とした、ダイベストメント（投資効率や経営戦略上の位置づけが低下した資産、事業、子会社を売却することと定義）公表事例 392 件に対する市場の評価を分析している。その結果、リストラ事例に対して株主構成の違いにより外国人株主はプラスに金融機関株主はマイナスに影響を与えた。また、ガバナンス主体別で市場の影響度合いを分析した結果、外国人株主等によるガバナンスよりもメインバンクの位置づけが堅固であるほど市場はプラスの評価することが観察された。

以上の先行研究について整理すると、従来の日本モデルのコーポレート・ガバナンス基本的特徴である金融機関持株比率、事業法人持株比率の高さは市場ではネガティブな反応が観察されている。一方、外国人持株比率について、石崎（2017）ではポジティブな反応を確認できていないが、佐々木・米澤（2000）、光定・蜂谷（2009）では外国人持株比率の高い市場志向的ガバナンスはポジティブな影響を与えているのが観察されている。宮島・保田(2015)では、内外機関投資家の増加がともにプラスの影響を与えており、国内機関投資家の増加については 2000 年以降で顕著に観察され、海外機関投資家の増加は全期間コンスタントな影響が観察されている。一方で銀行・保険会社等の保有がマイナスの影響を与えていることが観察されている。

これら一連の研究より、従来の日本モデルのコーポレート・ガバナンスの特徴が強い企業に対して株式市場はネガティブな反応を示し、市場志向的なコーポレート・ガバナンスに対してはポジティブな反応を示すことが確認できる。特に外国人投資家に含まれる海外機関投資家の影響力は強いものと考えられる。

(2) モニタリング効果に係る先行研究

株式所有者構造のモニタリング効果に着目した研究では、手嶋（2004）は 1998 年東証 1 部上場製造業 650 社をサンプルとして経営者の持株比率と企業パフォーマンスの関係についてトービンの q をパフォーマンス尺度に使用し検証している。日本企業では経営者の持株比率は持合い株主とは独立して企業パフォーマンスに関係があり、経営者と企業パフォーマンスの間では、経営者の持株比率が約 20%のところが最大となり山型の関係にあることが観察されている。これについて、経営者の持株比率が小さいときはアライメント（経営

者と他の株主との間の利害の一致）効果、ある程度大きくなるとエントレンチメント（外部からの規律づけに対する経営者にとっての防御）効果が強まるとの解釈を示している。また、 金融機関および事業法人が経営者に友好的な株主であり、経営者のエントレンチメントを高める効果を持ち、友好的な株主の持株比率が過半数に近づくにつれて経営者にとって十分なエントレンチメントとなることから、この効果が頭打ちになることを示唆する結果となった。さらに、持株比率があるレベル以上になると、金融機関は経営者に対する規律づけを強めることを示唆する結果となった。

山本（2007）は 1984 年から 2003 年の東証 1 部上場企業製造業企業 568 社を対象に株式所有者構造が企業不動産にかかる経営政策決定に影響を与えているか分析している。具体的には、土地バブル期前後におけるトービンの q をパフォーマンス尺度とした分析、減損適用（非適用）企業におけるロジット回帰[43]および裁量的会計発生高[44]によるコーポレート・ガバナンスとの関係性を分析している。分析の結果、外国人持株比率の高い企業ほど、有形固定資産効率性にポジティブな影響を与えており、外国人投資家が強い影響力を行使し、効率的な経営を実現させているとの解釈を示している。また、金融機関持株比率の高い企業では比較的ポジティブな影響を与えモニタリング等を通じ効率的な経営に一定程度寄与し、バブル崩壊後の土地投資については抑制的になる結果となっている。さらに、外国人、金融機関持株比率ともに経営者の裁量的行動を弱め減損適用時の利益情報の信頼性を高める効果が示唆された。役員持株比率についてはポジティブな影響は観察されず、土地バブル崩壊後においては、一般法人持株比率についてはモニタリング機能の不十分さが観察されている。

蟻川・河西・宮島（2011）は、日本企業のコーポレート・ガバナンスは、金融面において資本構成の特徴、株式所有構造も内外の機関投資家を中心とした構造に変化したことを受けて、2000 年代の日本企業の R&D 投資[45]に対する金融要因と株式所有構造の影響を分析している。具体的には、1999 年-2008 年を対象期間とし、投資モデルを R&D 投資に適用し連結総資産 3000 億以上の東証 1・2 部上場企業（Large 企業）、連結総資産 1000 億未満の東証 1・2 部上場企業（Small 企業）、東証・マザーズ・ヘラクレス・ジャスダックのいずれかに上場

43 ロジット回帰モデルは、被説明変数が連続量データではなく、0、1 のダミー変数が採用されることに特徴を有する。例えば、買うか買わないかの選択において、買うと選択した場合に 1 を、買わない場合に 0 をとり、1 になる確率にどの説明変数がプラスあるいはマイナスの影響を与えるか観察する。

44 山本（2007）を参照。会計発生高＝$\alpha + \alpha_1(\Delta$売上高$-\Delta$売上債権$) + \alpha_2$償却性固定資産$+ \varepsilon$ を前提とした非裁量的会計発生出高の期待値より、裁量的会計発生高を(ε)を求めている。

45 R&D 投資とは Research and Development の略で企業等の研究開発活動のことをいう。

した企業（Young 企業）に分類し分析を行っている。その結果、Large 企業では R&D 投資の一部を負債によって調達することが示され、Small 企業では負債の増加は R&D 投資の減少につながっていることが示された。外国人投資家については、配当に対する選好が強いため、企業の長期的な投資や R&D 投資の減少をもたらすとの見方があるが、その関係性はみられていない。

宮島・新田（2011）は 1991 年から 2008 年の三市場 1 部上場企業を対象に分析し、株式所有者構造の変化、株式の持ち合いの解消と復活に関しての決定要因、海外投資家の増加の決定要因とインパクト、内部ガバナンスの改革促進効果を通じてパフォーマンスの格差の関係について分析している。その結果、 2000 年代後半にみられた持ち合いの復活は企業同士の関係強化という動きで外部からの規律に対する経営者にとっての防御という動機に基づくものであったが、アウトサイダー優位の構造には影響しないことが観察された。また、海外投資家については銘柄選択に企業統治要因が考慮されており、企業パフォーマンスを向上させる効果があることが観察された。所有者構造の差がモニタリング効果や経営改革の促進効果を通じてパフォーマンス格差をさらに増幅する関係について指摘している。

宮島・保田(2015)は、1990 年から 2008 年の三市場 1 部上場企業を対象に、株式所有構造の変化がコーポレート・ガバナンスに与える影響を明らかにするため、保有主体別の銘柄選択行動の特性を分析した。その結果、海外機関投資家と国内機関投資家の間に差異が観察された。その部分は、海外機関投資家については、海外売上比率、株価指数に組み込まれた認知度、知名度の高い銘柄を選好する傾向があり、国内機関投資家は比較的規模の小さな企業も選択するところであった。また、海外機関投資家では社外取締役会の導入などガバナンス特性に対する選好が確認され、国内機関投資家では確認されなかった。銀行・保険会社の株式保有はトービンの q にマイナスの影響を与えモニタリング効果をもたらしていない。一方、海外機関投資家はプラスに、国内機関投資家は 2000 年代に入ってからプラスに転じ、国内外機関投資家ともに上昇すれば株式の売却等や発言の圧力からモニタリング効果をもたらすとの解釈を示している。

以上の先行研究について整理すると、手嶋（2004）は経営者の持株比率の幅によって企業パフォーマンスが増減し、金融機関および事業法人の持株比率が過半数に近づくまでは、経営者の私的利益を追求する負の効果を高め、金融機関持株比率があるレベル以上は経営者に対するモニタリング効果を強める。山本（2007）宮島・新田（2011）宮島・保田(2015)では、外国人投資家のモニタリング効果は効率的な経営や企業パフォーマンスを向上させる

ことが観察された。しかし、蟻川・河西・宮島（2011）では、外国人投資家の株式保有が企業の R&D 投資を抑制させていることの証拠は得られていない。

これら一連の研究により、株式所有者構造による企業へのモニタリング効果の差異を確認できる。外国人投資家は一定程度モニタリング効果があり、企業の長期的な先行投資についてはモニタリング効果を強めていないが、外国人投資家のなかでも特に、海外機関投資家についてはモニタリング効果だけでなく企業パフォーマンス向上へ寄与することが観察されている。つまり、機関投資家は受託者として資産を運用する責任を負い、入念なリサーチの上で中長期的な視点で、より慎重に意思決定を行っているため企業パフォーマンス向上へ寄与しているものと考えられる。

3.4　小括

前節までに議論したように、近年のグローバル化にともなう外部環境の変化等を背景に外国人投資家や機関投資家の増加によるガバナンス構造の変化、さらに CG・コードの策定等をうけ、日本企業のコーポレート・ガバナンスのあり方が企業価値に与える影響力は大きくなってきている。また、GC・コードの策定等にともない経営者の意識も変わりつつあり、投資家と経営者の対話がとりやすい形になってきている。さらに GC・コード策定の前年には日本版スチュワードシップ・コード[46]が策定され、機関投資家は、より綿密な運用計画に基づいて受託者責任を果たしていくものと考えられる。したがって、機関投資家を含む投資家は企業の重要な経営資源である企業不動産の活用状況への注目度も高いものと考えられる。一方で企業は企業価値最大化の観点から不動産を意識した企業戦略、すなわち CRE 戦略（企業不動産戦略）が重要なものになってくる。近年では公正価値会計への移行に伴い CRE 戦略は定着してきているが、企業の保有する不動産には企業活動にほとんど使用されていない遊休不動産も地方都市に多く存在する。CRE 戦略はこれら不要な資産の効率的な利活用により企業の財務体質を改善させ企業戦略に不可欠なものである。したがって、日本企業においては、企業の意思決定が深く関わる CRE 戦略とコーポレート・ガバナンスのあり方が企業価値を左右する重要なものになると考えられる。

第 4 節　公正価値評価

伝統的な時価主義会計に対し、資産や負債に対する帳簿価額が実態とかけ離れてしまっ

46 2014 年 2 月に金融庁による策定された、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」をいう。

ているという批判等を背景に、1900 年代後半になると現代的な時価主義会計へと移行し「公正価値」という概念が取り入れられることになる。米国では、2000 年代に入り資産評価についての取得原価主義を見直す方向となり、これをうけて、2002 年 9 月に International Accounting Standards Board（国際会計基準審議会、以下 IASB）と Financial Accounting Standards Board（財務会計基準審議会、以下 FASB）が IFRS と米国会計基準のコンバージェンスにむけノーウォーク合意[47]が締結され、そのプロジェクトが推進されてきた。プロジェクトの成果として、2007 年 9 月に FASB による SFAS 第 157 号「公正価値測定」、2011 年 5 月には IASB による IFRS 第 13 号「公正価値測定」が公表された。その後、IASB や FASB を中心に公正価値会計について議論が活発にされ、資産や負債に対する公正価値評価の範囲は拡大してきている。我が国においても、企業活動や資本市場のグローバル化、会計基準の国際的動向を背景に「公正価値」が注目されている。

4.1　公正価値の信頼性担保に係る先行研究

近年、国際的な大手監査法人において、公正価値測定を含む会計上の見積りにおける不確実性や見積りの合理性が、監査における重要論点として PCAOB[48]により指摘されている。公正価値見積りの合理性に係る信頼性の担保は評価専門家の関与や監査人のチェックに委ねられるため、公正価値情報の有用性と信頼性に焦点をあてた研究が蓄積されてきている。ここでは、公正価値情報の信頼性の担保に関連する（1）評価専門家の関与および（2）外部評価専門家の影響に大別して先行研究を整理する。

（1）公正価値見積りにおける評価専門家の関与

Glover *et al.*（2014）は経営者の仮定および評価モデル、評価専門家の使用について焦点をあて公正価値測定（FVM）の監査経験のある監査パートナー32 名を対象にインタビュー分析をしている。その結果、監査人が価格設定サービスおよび評価専門家を頻繁に使用し、仮定および評価モデルを評価することが観察された。しかし、PCAOB の基準では評価専門家の使用について明確なガイダンスが提供されておらず、社内評価専門家を監査メンバーとすることで監査人はレビュープロセスを通じて評価専門家のタスクを修正し自己の主張を守る機会を作ってしまうことを指摘している。

---

47 ノーウォーク合意とは、2002 年 9 月に国際会計基準審議会（IASB）と米国の財務会計基準審議会（FASB）が IFRS（国際会計基準）と米国会計基準の中長期的なコンバージェンスに向けて合意したことを指す。

48 公開会社会計監督委員会（PCAOB :Public Company Accounting Oversight Board)は米国における監査法人の監督機関のことである。

Singh and Doliya (2015) は公正価値に基づく測定の際に監査人の遭遇する問題等に着目し検討した。その結果、高リスクになる可能性の高いFVMの特定と評価は、経営者の表明からFVMの決定に使用された仮定を特定しなければならず、経営者の見積もりの妥当性と根拠を評価するのではなく、熟成度が発達するまでは評価専門家の助けを借りる必要があるが、自ら独立した見積もりを作成して比較する必要があることを指摘している。また、監査人の潜在的バイアスは、大部分のデータが広範囲に利用可能であるため曖昧に解釈される可能性があり、ターゲットアプリケーション[49]に関して質が劣る可能性がある。場合によっては自身の知識を過度に頼り、専門家の関与を嫌う傾向にあるため、それを抑制する必要があることを指摘している。

Griffith (2016) は公正価値監査における監査人および評価専門家の役割に焦点をあて、28名の監査人と14名の評価専門家をサンプルとしてインタビュー分析をしている。その結果、評価専門家を使用して重要な手順、評価知識を得ることで公正価値監査に対する監査人の管轄権を弱め、評価専門家を使用していない監査人の防衛行動に繋がることが観察された。公正価値の監査における監査人および評価専門家の役割を明示的かつ形式的に定義することで、これらの行動の制限につながると指摘している。

以上のように公正価値見積りにおける評価専門家の専門的知見は監査人の知識基礎の範囲外である場合に監査の質と精度をあげるために必要不可欠とされるものである。しかし、評価専門家のタスクをどのように組み込むかについて基準では明確なガイダンスが設けられておらず、評価専門家の関与をさけ監査の質を低下させる可能性があることが観察されている。

(2) 監査における外部（内部）評価専門家の影響

Browm-Liburd *et al.* (2014) は監査のFVMに関連する内部統制の有効性の様々なレベルにおける第三者専門家の影響に焦点をあて、内部統制レベルが変化する条件下で経営陣が第三者専門家を使用する場合の監査人の情報信頼性を検証している。固有のリスクアセスメントに対しFVM監査の経験がある69人の監査人に、FVMおよび開示に係るケースを確

49 ターゲットアプリケーションとは特定の資産又は負債の項目について公正価値評価において用いるモデルを使った計算のために必要となる特定のアプリケーション。

認後、実証手続[50]計画の範囲を決定してもらい二元配置分散分析[51]を実施している。その結果、経営陣が採用した第三者専門家が FVM を提供した場合、レベル 3 に分類される FVM の内部リスクが、内部統制が有効であると認識された場合に限り、監査人は固有のリスクアセスメントを大幅に引き下げ、より大きなヒューリスティック（例えば第三者評価人は信頼できる）処理に従事することが観察された。この発見は第三者専門家の存在がヒューリスティックな情報処理を引き起こしたことを示唆し本質的にリスクが高い FVM の固有リスク評価を著しく低下させ、誤ったリスクアセスメントが監査の質に悪影響を及ぼすとの指摘をしている。

Joe *et al.*（2014）は監査手続きにおいて ELC [52]（全社レベルのコントロール）の強さ、クライアントのリスク要因[53]の考慮がクライアント専門家レポートにおける数値化を許容する程度に影響を与えるか検討している。具体的には FVM 経験のある上級監査人 93 名をサンプルとし、FVM テストの実質的手続きを計画し、その後にアンケートに基づいて数値化レベル（高低）、クライアントのリスク要因（中強）の二元配置分散分析により分析をしている。その結果、監査人はクライアントのリスク要因が高く、クライアント専門家レポートの数値レベルが低い場合には主観的な手順を適用する可能性が高く、一方でクライアントのリスク要因が高く、数値が高い場合には主観的手順を適用する可能性が低いことを発見している。この結果は、監査の質の観点から、数値化レベルがより高いエンゲージメントリスクシナリオ（例えば仮定）での操作の影響を受けやすい任意の FVM インプットテストに向けた監査努力に影響を及ぼす点で望ましくないと指摘している。また、クライアントリスクが低い場合には、クライアント専門家レポートの数値が高い場合と低い場合との間に主観的なインプットテストのアプローチに割当てる監査時間に差異はないことを発見している。

追加的に行った分析では、監査人は公正価値残高の虚偽表示を検出するのに適している

---

50 実証手続とは勘定科目における重要な虚偽記載を検出する目的で行う検証のことをいう。会計監査ではリスクアプローチ手法が採用されており、まず固有のリスクを評価し、内部統制の検証を実施し統制リスクを評価する。固有リスクと統制リスクそれぞれの要素を結合したリスクを重要な虚偽リスクとして評価し、発見リスクと勘案して各財務諸表項目に対する検証を行う。

51 二元配置分散分析は、2 つの因子がある場合にそれぞれ独立して影響を与えるのか、および、相互に影響しあっているかどうかを検定するものである。

52 ELC（エンティティレベルコントロール：全社レベルでのコントロール）とは CEO や CFO などいわゆる C レベル（経営幹部）マネジメントによるコントロール。内部統制報告書における ELC の強さを評価している（投資方針に係る記載や雇用関係等の方針が明確に定義され、従業員が簡単にアクセスできるように文書化されているか等の記載により評価）。

53 監査リスクアプローチにおける固有リスク、統制リスクのこと。Joe *et al.*(2014)ではクライアントのリスク要因が高い場合に ELC の強さが低いとしている。

社内評価専門家に総時間と主観的な手続きに時間の割合を配分し、複雑で主観的な FVM をするために社内評価専門家を頻繁に使用していることを発見した。

Brink *et al.* (2016) は公正価値見積もりに関する社会的圧力の影響と監査人の判断の見積もりソースの相互作用を分析している。中国の監査法人に勤める 95 名の監査人を対象に実験的に調査している。その結果、外部コンサルタントから得られた公正価値見積もりはクライアントマネージャーから得られたものより信頼性が高いことが観察された。また、アドバイザーが上司（服従圧力）である場合、公正価値見積もりのソースはリスク評価に有意に影響を与えないが、アドバイザーが同僚（適合圧力）である場合に監査人はモデルのソースが外部コンサルタントである場合に見積もり評価のリスクレベルが大幅に低くなることが観察された。これらの結果から、このような助言は監査人の公正価値見積もりの測定または出所に関する情報を適切に組み込むことを妨げると指摘している。

Glover *et al.* (2017) は FVM 監査における価格設定サービスおよび評価専門家（社内および第三者）の使用、金融 FVM と非金融 FVM の経営陣の評価専門知識に問題が発生した場合の監査人の対応に焦点をあて分析している。その結果、評価専門家（社内および第三者）の使用について、監査人は金融 FVM と非金融 FVM の複数の評価専門家よりも複数の価格決定ソースから見積りを得る頻度が高いことが観察された。また、金融 FVM と非金融 FVM の独立した見積りの際に、社内と第三者評価専門家に差異を確認し、金融 FVM より非金融 FVM のほうが監査をするのに難しい傾向にあることを指摘している。

以上の先行研究より、FVM 監査において外部評価専門家から得られた公正価値見積りは信頼性が高いが、内部統制の状態、アドバイザー等により監査人のリスクアセスメントを引き下げる傾向にあることが観察されている。また、内部評価専門家を使用している場合には主観的な手続きを適用する傾向が高いことが観察されている。

4.2 小括

公正価値は、価値評価の前提条件、評価モデルの選択に左右される可能性が高く、公正価値情報の信頼性の担保において監査制度が重要な役割を果たす。しかし、現在の米国基準は万能ではないことは明らかであり、公正価値情報の信頼性の担保には評価専門家のあり方が重要視される。前述したとおり、公正価値見積りにおける評価専門家の専門的知見は監査人の知識基礎の範囲外である場合に監査の質と精度をあげるために必要不可欠とされるものである。しかし、評価専門家のタスクをどのように組み込むかについて基準では明確なガイダンスが設けられておらず、評価専門家のあり方いかんによって監査の質に多大な影響

を与えることが考えられる。したがって、公正価値情報の信頼性を向上させることができれば財務報告における役割も拡大すると考える。

第5節　ESG

欧州では、ESG投資[54]に対する考え方が拡がる社会経済情勢の下で、2014年に欧州会議において「非財務情報・多様性情報開示に関するEU指令」が採択・発行され、既存の会計指令が改訂された。その中で、従業員500名を超える大企業は、経営報告書の中で環境、社会、雇用、人権の尊重等に関する事項を開示することが定められた。また、米国では、以前から重要な非財務情報について開示が要求されてきたが、2010年には証券取引委員会(SEC)により「気候変動に関する開示のためのガイダンス」が公表され、企業による環境情報の開示は財務諸表により報告することが制度化され、環境情報の開示に伴う経営者の裁量性の幅は日本より狭くなっている。

5,1　諸外国のESGに係る先行研究

諸外国のESG情報開示に着目した研究については、Hahn and Kühnen (2013)が、1999年から2011年に発表されたビジネス、マネジメント、会計に関連するジャーナル178本のサーベイから、ESG情報開示に積極的な企業属性を分析し、企業規模、利害関係者からの圧力、業種がESG情報開示の質に正の影響を与えているという報告が多いことを指摘している。

米国企業を対象としたものでは、例えばRobert(2014)も、米国180社を対象として社会や環境への影響を踏まえた方針を古くから採用している企業を高サスティナビリティ企業、それ以外を低サスティナビリティ企業と分類し分析を行った。その結果、高サスティナビリティ企業では、サスティナビリティの問題に取締役会を直接関与させ、経営陣の報酬インセンティブをサスティナビリティの目標に結びつけるガバナンスメカニズムを確立している可能性が高いとの解釈を示している。さらに、非財務情報の開示における透明性のレベルが高く、株式市場と会計パフォーマンスともに長期的には大幅に優れていることを発見している。

---

54 ESG投資は、従来の財務情報だけではなく、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)要素も考慮した投資のことを指す。気候変動などを念頭においた長期的リスクマネジメントや、企業の新たな収益創出の機会を評価するベンチマークとして、持続可能な開発目標(SDGs)と合わせて注目される。

また、Gutsche *et al.*(2017)は、CSR[55]情報開示スコアとCSR活動スコアが企業価値に与える効果を分析し、CSR 情報開示スコアは CSR 活動スコアよりも企業価値に正の影響を与え、環境とガバナンスに関連する CSR 活動スコアは企業価値と正の関連があり社会的スコアは負の関連があることを発見している。しかし、CSRに関する情報開示は大量ゆえ利害関係者にとっての有用性を指摘している。

それらESG開示情報のうち環境情報に着目したものでは、Patten(1991)は、米国企業128社を対象とし環境情報開示の促進要因を分析している。その結果、企業規模が大きくなるほど開示行動が促進されることが示されている。しかし、収益性（ROA）については有意な数値は示さなかった。これと同様の研究として、Alnajjar(2000)は米国企業500社を対象とし分析した結果、開示行動の促進要因として企業規模が抽出され、ROEは非促進要因となった。また、Bewley and Li(2000)は、米国企業188社を対象とし、開示行動の促進要因として企業のマスコミ報道の件数を設定し分析した結果、報道記事の件数が多くなる企業ほど開示行動促進要因となることが発見された。さらに、Cormer and Magnan(2003)は、米国企業246社を対象とし分析した結果、開示行動促進要因として企業規模のほか、企業リスク、外国人持株比率、企業の報道件数が抽出された。一方で非促進要因として株式集中度、負債比率が抽出された。

米国における研究では、環境情報と株価データとの関連性を検証する研究も多く、具体的には、Blacconiere and Patten(1994)やPatten and Nance(1998)等がある。Blacconiere and Patten(1994)では、化学工場からの有毒ガス流出事件前後の化学企業の株価変動を分析している。その結果、累積異常収益率[56]に対し企業の環境情報開示度を示す変数がプラスに有意となった。また、Patten and Nance[1998]では、米国アラスカ州における石油漏れ事故に対する企業の株価反応を検証した結果、Blacconiere and Patten[1994]同様に累積異常収益率に対し企業の環境情報開示度を示す変数がプラスに有意となった。このように、環境事件が明らかになった場合には、環境情報を積極的に開示している企業ほど環境リスク

55 Corporate Social Responsibilityの略。企業が自社の利益のみ追求するのではなく、全てのステークホルダーを視野に経済・環境・社会などの幅広い分野での社会全体のニーズの変化をとらえ、それらを価値創造や市場創造に結びつけることによって、企業の競争力強化や持続的発展とともに経済全体の活性化やより良い社会づくりを目指す自発的な取り組み。

56 株式投資収益率の理論値と実現値の差を累積したもの。例えば、企業にとってある出来事（イベント）が起きた時に、そのイベントが当該企業の株式投資収益率に及ぼした影響を、もしイベントが起きなければ実現したであろう株式投資収益率との差を求め検証する手法（イベント・スタディ）等で用いる。

が小さく、その結果として当該事件の株価に与える影響も少ないことが検証されてきている。

5.2　日本の ESG に係る先行研究

日本国内においては、ESG 投資は長い間その規模は小さく、ESG 投資を実践する機関投資家も少なかった。しかし、2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国連の責任投資原則(PRI:Principles for Responsible Investment)に署名した以降、その規模は拡大しつつあり、運用機関に対するヒアリング調査をもとに、非財務情報の活用状況の把握等の研究もされてきている。具体的には、杉浦・宮井[2014]は、投資の意思決定プロセスにおける非財務情報の活用状況の把握を行っている。その結果、ESG 情報は企業価値評価の精度向上に活用され、運用機関は「環境」をリスクと収益機会の両要因、「社会」を収益機会要因、「ガバナンス」をリスク要因として捉えており、企業価値の評価には、長期保有の判断材料、ネガティブリスクの排除といった視点での活用が多いことが明らかになっている。

ESG の研究は海外市場を対象としたものが多数蓄積されてきているが、日本市場を対象とした実証研究は数例にとどまっている。これらの実証研究では ESG 情報と株式超過収益率や企業価値との関係をみたものとなっている。E（環境）S（社会）G（ガバナンス）のうちコーポレート・ガバナンスに着目した研究では、伊藤正晴[2016]が ESG ファクターと株式リターンの関連性を明らかにすることを目的として、日本企業を対象に、ESG ファクターとして独立取締役の選任と管理職や役員への女性の登用を取り上げ、株式リターンとの関係を分析している。その結果、独立取締役の選任や女性の登用という ESG ファクターが企業価値の向上に繋がる経営や、その経営に関連する情報の代理指標として機能している可能性が示唆されている。また、事後リターン分析から投資判断を行う際には女性登用という ESG ファクターが運用パフォーマンスに寄与するとの解釈を示している。これに続く研究として、宮本・佐藤[2019]では、日本企業の ESG 行動はどのような要因に基づいているのか、コーポレート・ガバナンスの観点から検討している。E（環境）S（社会）G（ガバナンス）のデータと財務データを活用し分析した結果、日本企業の伝統的なガバナンス構造（内部者優位や経営者優位）からは ESG 行動は高まることはなく、独立取締役の導入によって ESG 行動が高まることを発見している。また ESG 行動が ROA を高めることも検証されている。さらに、ESG 行動が環境の課題や社会の課題に対する取り組みを高める事を発見している。

また、枝村・宮川・内山[2017]では、環境関連投資（環境分野への R&D や環境保全投資、広告費、社会活動投資）が企業価値の向上に寄与するかの調査を目的として企業レベルのパ

ネルデータを用いて検証している。その結果、環境 R&D のように、生産活動に関連する環境関連投資は企業価値の向上に資するが、生産活動に関連していない社会活動投資については企業価値の向上に資するか統計的に不明確であり、企業は環境関連投資を検討する際、生産活動に直結するか否かを検討した上で戦略的に環境関連投資を行う必要があるとの解釈を示している。

さらに、湯山・白須・森平[2019]では、ESG 投資・ESG 情報開示と企業価値の関係について、株式リターンをもちいて ESG 投資のパフォーマンスを検証している。その結果、ESG 開示情報に対する積極性は、株式投資におけるポジティブなファクターとして継続的に認識されていない事が示唆され、ESG 投資は、通常の投資と比較した場合に必ずしも高い投資パフォーマンスに繋がらない事が示唆された。

5.3　小括

以上の先行研究より、社会や環境への影響を踏まえた方針を古くから採用している企業では、独自のガバナンスメカニズムを確立している可能性が高く、非財務情報の開示における透明性のレベルが高い。また、企業規模、利害関係者からの圧力、業種が ESG 情報開示の質に正の影響を与え、情報開示スコアの高い企業ほど企業価値と正の関連があることが確認されている。しかし、ESG 情報開示のファクター（環境、社会、ガバナンス）によって、必ずしも高い運用パフォーマンスに寄与するものではない。それら ESG 開示情報のうち環境情報に着目したものでは、は、企業規模が大きくなるほど開示行動が促進され報道記事の件数が多くなる企業ほど開示行動促進要因となる。一方で株式集中度、負債比率が非促進要因となり、ガバナンスのあり方が企業の ESG 行動に影響を与えるものである

第 6 節　まとめ

前節までに議論したように、日本において有形固定資産を（広義の）公正価値で測定する必要に迫られるのは、減損損失を計上する必要が生じ、特定年度に限って再評価が求められるケースに限られる（米山 2016)。これまでの日本企業を対象とした減損会計に係る研究では、山本（2005)、榎本（2007)、藤山（2014a）等の実証分析により、減損会計適用と経営者の裁量行動が密接な関係にあることが検証されてきた。また、日本企業のガバナンスモデルの変化により、山本（2005）で支持されなかった経営者交代仮説が胡・車戸（2012)、藤山（2014b）では支持され、経営者の計上インセンティブが開示タイミングに影響し、佐々木・米澤（2000)、光定・蜂谷（2009）では、ガバナンスモデルにより投資家評価に温度差

があることが確認されている。宮島・新田（2011）では内部ガバナンスの改革促進効果を通じてパフォーマンスの格差関係を分析した結果、銘柄選択に企業統治要因が考慮され、企業パフォーマンスを向上させる効果があることが観察されている。

また、コーポレート・ガバナンスと密接に関連する内部統制はガバナンス・プロセスに内包されているものであり、コーポレート・ガバナンスが有効に機能していれば、内部統制の有効性も高まる。一方、コーポレート・ガバナンスが有効に機能していなければ、内部統制の有効性も下がるものである。近年、国際的な大手監査法人において、公正価値測定を含む会計上の見積りにおける不確実性や見積りの合理性が、監査における重要論点としてPCAOBにより指摘されている。

これまでの研究では評価専門家のタスクについて基準では明確なガイダンスが設けられておらず、社内評価専門家を監査メンバーにすることで評価専門家のタスクを修正し自己の主張を守る機会を作ってしまい(Glover *et al.* 2014)、場合によっては自身の知識を過度に頼り専門家の関与を嫌う傾向にあるため(Singh and Doliya2015)、評価専門家の関与をさけ監査の質を低下させる可能性があることを指摘している(Griffith2016)。また、FVM（公正価値測定）監査において外部評価専門家から得られた公正価値見積りは信頼性が高いが、内部統制の状態、アドバイザー等により監査人のリスクアセスメントを引き下げる傾向にあることが観察されている（Browm-Liburd *et al.* 2014,Brink *et al.* 2016)。さらに、内部評価専門家を使用している場合には主観的な手続きを適用する傾向が高く（Joe *et al.* 2014）金融FVMと非金融FVMの独立した見積りの際に、社内と第三者評価専門家に差異が確認されている（Glover *et al.* 2017)。

また、ESGに係る研究では、社会や環境への影響を踏まえた方針を古くから採用している企業では、独自のガバナンスメカニズムを確立している可能性が高く、非財務情報の開示における透明性のレベルが高い(Robert2014)。また、企業規模、利害関係者からの圧力、業種がESG情報開示の質に正の影響を与え(Hahn and Kühnen 2013)、情報開示スコアの高い企業ほど企業価値と正の関連があることが確認されている(Gutsche *et al.*2017)。それらESG開示情報のうち環境情報に着目したものでは、企業規模が大きくなるほど開示行動が促進され(Patten1991, Alnajjar2000)報道記事の件数が多くなる企業ほど開示行動促進要因となる(Bewley and Li2000, Cormer and Magnan2003)。一方で株式集中度、負債比率が非促進要因となり(Cormer and Magnan2003)、ガバナンスのあり方が企業のESG行動に影響を与えるものである(宮本・佐藤2019)。

以上のように、全社的リスクマネジメントに基づいた内部統制システムとガバナンスシステムが財務諸表の信頼性をより向上させることになる。内部統制は取締役会および経営者も包摂したものではあるが、内部統制の構築の責任は取締役会および経営者にあるのであって、その責任を果たさないか無視するのであれば機能しないことになる。財務報告の信頼性を高めるために、経営者は適切な内部統制を構築運用されることが求められる。また、企業の ESG 行動や ESG 投資に関する情報開示が積極的な企業ほど情報開示の質は高く企業価値に対し正の影響を与えるものである。

このように、経営者の利益管理のあり方やコーポレート・ガバナンスのあり方、また、公正価値情報の信頼性の担保において監査制度および評価専門家のあり方が企業価値を左右する重要なものになると考える。これらの先行研究の知見を参考にし、次章の第 4 章「財務情報の活用可能性」では、減損会計基準および賃貸等不動産会計基準の開示情報を活用し検証を行い、企業不動産情報の開示内容、特に土地等の遊休不動産情報について検討する。

【参考文献】

[1]Alisa G. Brink, Fengchun Tang, Ling Yang(2016)“The Impact of Estimate Source and Social Pressure on Auditors’ Fair Value Estimate Choices” *BEHAVIORAL RESEARCH IN ACCOUNTING*,Vol.28,No.2,pp.29-40.

[2]Bunsis, H.(1997)“A Description and Market Analysis of Write-off Announcements,”*Journal of Business Finance&Accounting* ,Vol.24(9&10), pp.1385-1400.

[3]Chao, C. L.(2006)“An examination of SFAS No.35: Adoption timing motives, write-off characteristics, and market reaction,”*The International Journal of Accounting* ,*Studies,* Special Issue,pp.77-120.

[4]Elliot, J. and J. Hanna,(1996)“Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings”*Journal of Accounting Research*,Vol.34,Supplement,pp.135-155.

[5]Emily E. Griffith(2016)“Auditors, Specialists, and Professional Jurisdiction in Audits of Fair Values”,Working paper,University of Wisconsin-Madison.

[6]Elliott, J., and W. Shaw.(1988)“Write-offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions,”*Journal of Accounting Research*,Vol.26(Supplement),pp.91-119.

[7]Francis, J., D. Hanna, and L. Vincent(1996)“Causes and Effects of Discretionary Asset Writ

e-Offs," *Journal of Accounting Research,* Vol.34(Supplement), pp.117-134.

[8]Helen L. Browm-Liburd, Stephani A. Mason, Sandra Waller Shelton(2014) "The Effect of Reliance on Third-Party Specialists under Varying Levels of Internal Control Effectiveness on the Audit of Fair Value Measurements"
(http://isarhq.org/2014_downloads/papers/ISAR2014_Liburd_Mason_Shelton.pdf)

[9]Jatinder P. Singh and Prince Doliya(2015) "ON THE AUDIT OF FAIR VALUE MEASUREMENTS" *Ekonomski horizonti*, Vol.17, No.1, pp.61-71.

[10]Jennifer R. Joe, Scott D. Vandervelde , Yi-Jing Wu(2014) "Use of Third Party Specialists' Reports When Auditing Fair Value Measurements: Do Auditors Stay in their Comfort Zone?", *Working paper, The University of Delaware, University of South Carolina, and Case Western Reserve University*

[11]Minnick, Kristina, (2011) "The role of corporate governance in the write-off decision," *Review of Financial Economics*, Vol.20(4), pp.130-145.

[12]Paugam, L., and O. Ramond(2015) "Effect of Impairment-Testing Disclosures on the Cost of Equity Capital," *Journal of Business Finance and Accounting* , Vol.42(5&6), pp.583-618.

[13]Riedl, E. J.(2004) "An Examination of Long-lived Asset Impairments," *The Accounting Review* , Vol.79(3), pp.823-852.

[14]Sharp, I. G. and R. G. Walker (1975) "Asset Revaluations and Stock Market Prices," *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.293-310.

[15]Siggelkow, L., and H. Zülch.(2013)" Determinants Of The Write-Off Decision Under IFRS: Evidence From Germany", *International Business & Economics Research Journal*, Vol.12(7), pp.737-754.

[16]Standish, P. E. M. and S. I. Ung(1982) "Corporate Signaling, Asset Revaluations and the Stock Prices of British Companies," *The Accounting Review*, Vol.57(4), pp.701-715.

[17]Steven M. Glover, Mark H. Taylor, Yi-Jing Wu(2014) "Closing the Gap between Auditor Performance and Regulators' Expectations when Auditing Fair Value Measurements: Evidence from Practicing Audit Partners"
(http://www.audsymp.dept.ku.edu/wp-content/uploads/2014/05/Saturday-Paper-6-by-Glover-Taylor-Wu.pdf)

[18]Steven M. Glover, Brigham Mark H., Taylor Yi-Jing Wu(2017) "Current Practices and Challenges

in Auditing Fair Value Measurements and Complex Estimates: Implications for Auditing Standards and the Academy" *A Jounal Of Practice & Theory*,Vol.36(1),pp.63-84.

[19]Storong, J. S. and J. R. Meyer.(1987)"Asset Writedown : Managerial Incentives and Security Returns," *Journal of Finance*,Vol.42(3),pp.643-661.

[20]Zucca, L. J. and D. R. Campbell(1992)"A Closer Look at Discretionary Writedowns of Impaired Assets," *Accounting Horizons*,Vol.6(2),pp.30-41.

[21]蟻川靖浩・河西卓弥・宮島英昭(2011)「R&D 投資と資金調達・所有構造」『日本の企業統治-その再設計と競争力の回復に向けて-』,東洋経済,pp.341-366.

[22]石崎篤史 (2017)「ガバナンス構造の変化がリストラクチャリングに対する市場の評価に及ぼす影響」『資産政策』第 17 巻 2 号,pp.17-28.

[23]石崎忠司・中瀬忠和(2007)「コーポレート・ガバナンスと企業価値」,中央大学出版部

[24]石塚博司(2006)『実証会計学』,中央経済社

[25]稲上毅(2000)「新日本型コーポレート・ガバナンスと雇用・労使関係」『現代日本のコーポレート・ガバナンス』,東洋経済新報社

[26]榎本正博(2007)「減損会計基準の適用における利益マネジメント―早期適用企業を用いた分析―」『管理会計学』第 15 巻第 2 号,pp.41-56.

[27]岡崎英一(2014)「我が国の減損会計の特質に関する一考察-利益平準化による利益マネジメントと継続的な減損損失計上の関係について」『福井大学教育地域科学部紀要』第 5 巻,pp.109-128.

[28]勝田英紀・馬文傑・大川雅也(2008)「減損会計基準の早期適用の株価効果分析」『大阪大学経済学』第 57 巻第 4 号,pp.46-61.

[29]木村晃久(2015)「減損損失の認識頻度とタイミングの企業間差異」『横浜経営研究』第 36 巻第 1 号,pp.105-132.

[30]木村晃久(2017)「実証分析-減損損失に対する投資家の反応と評価」『証券化アナリストジャーナル』第 55 巻第 11 号,pp.24-32.

[31]経済企画庁経済研究所編(1998)「日本のコーポレート・ガバナンス」,大蔵省印刷局

[32]胡丹・車戸祐介(2012)「日本における減損会計に関する実証分析」『会計プログレス』第 13 巻,pp.3-58.

[33]小林直樹(2008)「減損会計に関する実証研究：早期適用企業群と強制適用企業群に対する株価反応を中心として」,東北大学大学院博士論文

[34]佐久間信夫(2007)「コーポレート・ガバナンスの国際比較」,税務経理協会

[35]佐々木隆文・米澤康博(2000)「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』第 38 巻 9 号, pp. 28-46.

[36]首相官邸(2014)「日本再興戦略改定 2014-未来への挑戦」
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf

[37]辻正雄・高原康太郎(2016)「経営者による報告利益管理-理論と実証-, 第 10 章:連続増益達成企業による報告利益管理-減損損失を用いた将来費用の早期計上」, 国本書房

[38]手嶋宣之 (2004)『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス： 理論による実証的アプローチ』, 白桃書房

[39]樋口達・山内宏光・小松真理子(2016)「開示事例から考えるコーポレートガバナンス・コード対応」, 商事法務

[40]藤田勉(2015)「日本企業のためのコーポレート・ガバナンス講座」, 東洋経済

[41]藤山敬史(2014a)「固定資産の減損損失の適時性」『インベスター・リレーションズ』第 8 巻, pp. 3-25.

[42]藤山敬史(2014b)「減損損失計上の意思決定に及ぼす経営者交代の影響」『産業経理』第 74 巻第 2 号, pp. 157-168.

[43]光定洋介・蜂谷豊彦 (2009)「株主構成と超過収益率の検証-市場志向的ガバナンスのわが国における有効性-」『証券アナリストジャーナル』第 47 巻 1 号, pp. 51-65.

[44]宮島英明(2011)『日本の企業統治-その再設計と競争力の回復に向けて-』, 東洋経済

[45]宮島英明(2017)『企業統治と成長戦略』, 東洋経済

[46]宮島英昭・新田啓祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」『RIETI』, Discussopn Paper Series

[47]宮島英昭・保田隆明(2015)「株式所有構造と企業統治-機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか-」『ファイナンシャル・レビュー』第 121 号, pp. 3-36.

[48]三輪一統・田口聡志・藤山敬史(2016)「減損会計と透明性：経営者と監査人における意見対立の開示効果の実験」, 日本会計研究学会第 75 回大会報告論文

[49]向伊知郎(2008)「減損会計基準の適用に伴う市場の反応と財務情報への影響」『會計』第 174 巻第 4 号, pp. 584-594.

[50]山本卓(2005)「減損会計早期適用企業にみる裁量行動」『季刊不動産研究』第 47 巻第 3 号, pp. 33-4.

[51]山本卓(2007)「コーポレート・ガバナンスと企業不動産マネジメント-株式所有構造に着目した実証分析を中心に-」『不動産研究』第 49 巻第 3 号, pp. 50-58.

[52]米山正樹(2016)「有形固定資産の公正価値測定」『国際会計研究学会年報』第 1・2 合併号, pp. 15-35.

第４章　財務情報の活用可能性

第１節　はじめに

前章までに議論したように、会計基準の変更等により、企業不動産の価格変動が財務情報およびその開示情報等に影響を与えるようになってきた。しかし、財務報告の信頼性担保への取組みに力を入れている企業も増加傾向であるものの、企業にとってマイナス情報となる開示には消極的であると考える。また、現在の会計基準には経営者の裁量性が介在し、企業が開示する情報の信頼性が担保されていないことが課題であり、慎重な検討が必要である。

そこで本章では、本論文の分析視点財務情報の活用可能性とし、一般的に利害関係者が分析視点のひとつとする財務情報から読み取れる、企業不動産情報の開示内容、特に土地等の遊休不動産情報について検討することを目的としている。

近年、企業活動や資本市場のグローバル化、会計基準の国際的動向を背景に公正価値会計が拡大し、2006 年に固定資産の減損に係る会計基準（以下、減損会計基準）が強制適用となった[57]。減損会計基準は、財務諸表の透明性の確保、経営者の裁量的な評価の除去、および会計基準の国際的調和を目的としたものである。現在の減損会計基準には、経営者の判断と見積もりに委ねる部分もおおく、経営者の裁量を認めているため、今以上に減損損失に関する厳格な情報開示をする必要があると考えられる。

また、2008 年には、企業会計基準第 20 号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準(以下「賃貸等不動産会計基準」という)」が公表され原則適用となっている。日本基準の「賃貸等不動産[58]」とは、「棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産」であり、通常一般的に

---

57 「減損会計基準の設定に関する意見書」二

58 「賃貸等不動産」とは、「棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産（ファイナンス・リース取引の貸手における不動産を除く）」と定義され（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準 4)、通常一般的に認識されている「投資不動産」の概念に近いものである。投資不動産の具体例は、①貸借対照表において投資不動産（投資の目的で所有する土地、建物、その他の不動産）として区分されている不動産、②将来の使用が見込まれていない遊休不動産、③上記以外で賃貸されている不動産である（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準 5)。わが国においては、従来から取得原価主義が採用されてきたが、会計基準のコンバージェンスに伴い、時価会計主義に移行しつつあり、不動産についても同様の動きがみられてきた。IFRS では「投資不動産」は原価モデルと公正価値モデルは選択適用であるが原価モデルを採用した場合、公正価値等の注記が必要となる。

認識されている「投資不動産」の概念に近いものである。賃貸等不動産会計基準は、IFRS[59]に規定のある IAS 第 40 号「投資不動産」の会計基準を意識して作成されたものである。IFRS（国際財務報告基準）では、「投資不動産」の測定方法として原価モデルと公正価値モデルのいずれかを会計方針として選択し、すべての投資不動産に適用することが求められている。公正価値モデルを選択した場合、全ての投資不動産を市場価値等で評価することになり、原価モデルを採用した場合にも公正価値等の注記が必要となる。

わが国においては、従来から取得原価主義が採用されてきたが、時価会計主義に移行しつつあり、不動産についても同様の動きがみられてきた。その適用範囲については、将来の使用が見込まれていない遊休不動産についても、会計上では投資不動産に該当する。また、「製造業」における投資不動産は工場跡地等の遊休不動産である場合もあり、業種により実態が異なる場合もある。

近年、減損会計導入等の会計制度の変更にともない、企業価値最大化の観点から企業の重要な経営資源である不動産に焦点があてられた CRE[60]戦略が定着してきている。CRE 戦略は不要な資産の効率的な利活用により企業の財務体質を改善させ企業戦略に重要なものであるため、投資家の注目も高いと考えられる。しかしながら投資家は業種ごとに異なるベンチマークにより財務の健全性等を判断するように、その資産特性についても異なった視点で意思決定を行うものと考えられる。また、不動産を取り巻く社会経済情勢の変化とともに、現在では、効率性を追求する CRE 戦略について、不動産ストックを活用し企業価値を向上させていくことが求められている。

本章では、実証的会計研究[61]の知見を活用し、企業をとりまく不動産事情の変化に焦点を定め、不動産市場構造を意識した、企業側と投資家側の両側面から企業会計データに基づいた分析を試みる。これらの会計基準による注記データは、各企業ごとの開示により比較可能であるため、統計的な分析手法にも馴染んでくる。そこで、減損会計基準および賃貸等不動

---

59 IFRS(International Financial Reporting Standards)とは、国際会計基準審議会（IASB）によって設定される会計基準の総称。2005 年より EU 域内の上場企業に対して強制適用されている。日本において IFRS 適用している企業は、2021 年 6 月現在、IFRS 適用済会社 226 社、IFRS 適用決定会社 10 社となっている。https://www.jpx.co.jp/listing/others/ifrs/index.html

60 CRE とは Corporate Real Estate（企業不動産戦略）の略であり、CRE の目的は企業不動産の取得・処分および利活用等を戦略的に実施し、企業価値を高める経営を行うことである。

61 実証的会計研究は、1960 年代より米国を中心に発展してきている会計研究の一分野であり、会計情報を統計的な手法で分析し、客観的な結論を導く実証的アプローチを用いることにより、会計制度・会計実務の妥当性を検証することを目的としている。

産会計基準の開示情報が株式市場に与える影響、投資不動産保有の決定要因、鑑定人評価の選択動機および遊休不動産の売却効果を明らかにすることを目的としている。

第2節　減損会計基準の開示情報を活用した実証分析

本節の目的は、「製造業」と「商業」を対象に減損会計適用企業の開示情報が株式市場に与える影響を明らかにし、資産内容、特に土地等の遊休不動産情報について検討することである。

2.1　先行研究

本論文は減損会計の研究の中でも市場反応に関連が深く、近年までに多数の研究が蓄積されてきている。市場反応の研究は国外での歴史が長く、初期のものではSharp and Walker（1975）は豪州企業を対象に分析し、有形固定資産の再評価発表が株価変動に影響を与え、発表後の株価推移の維持も観察された。これに続く研究として、Standish and Ung（1982）では英国企業を対象に分析した結果、再評価の発表と株価変動の間に関連性がみられた。米国を中心とした研究ではStrong and Meyer（1987）は評価減発表日における累積異常リターンが大きくマイナスになることを発見し、Elliot and Shaw(1988)、Francis *et al.*（1996)、Bunsis（1997）等についても、有形固定資産の評価替えは投資家にとって有用性の高い情報であることが検証されてきている。また、利益調整行動にかかる研究についても蓄積されてきており、Zucca and Campbell（1992）は経営者の利益調整行動と企業の財務健全性について分析し、評価減を利用した利益平準化やビッグ・バス[62]が観察された。これに続く研究として、Francis *et al.*（1996)、Riedl（2004)、Strong and Meyer（1987)、Minnick（2011）等があり、減損会計適用と経営者の利益調整行動には密接な関係があることが検証されてきている。

日本においても、諸外国と同様に市場反応や利益調整行動の研究は蓄積されてきている。利益調整行動等の経営者の裁量行動に着目した研究に、山本(2005)、榎本（2007)、胡・車戸（2012)、藤山（2014)、木村（2015)、三輪・田口・藤山（2016）等があり、米国等と同様に、減損会計適用と経営者の裁量行動には密接な関係があることを明らかにしている。また、市場反応に着目した研究には、勝田・馬・大川（2008）向（2008)、小林（2008）等が

62 ビッグ・バスとは業績が悪化し、利益が思わしくない企業は、将来発生するであろう損失や費用で計上可能なものを当該期に計上することで、その後の損失や費用負担を軽減し利益の回復を狙うものである。

あり、減損会計の適用時期とその公表にかかる市場反応を分析し、適用時期や公表タイミングによって投資家の評価に温度差があることを観察し、諸外国と同様に減損損失の情報は投資家にとって有用性が認められていることが明らかになってきている。

以上のとおり、減損会計の適用において、その情報は投資家にとって有用性が高いが[63]、経営者の利益調整行動の動機となっていることが示唆されている。しかし、先行研究では減損会計任意適用期から強制適用期における意思決定の効果を検証するものが多く、減損会計強制適用期後の企業不動産そのものの特性に焦点を定めたものがほとんどない。そこで、本節では、企業不動産の開示情報を意識し、その発見事項から企業不動産について検討を行う。

2.2　仮説展開

前述した先行研究において議論したように、企業の開示情報や姿勢には経営者の裁量が介入する可能性が高く、投資家は経営者の裁量的行動を注目している部分もある。投資家は、企業の開示情報や姿勢に対し投資判断を行い、積極的に情報開示する企業の姿勢に対しては高い評価になると考えられる。負債比率仮説は多くの先行研究により支持されている。例えば Chao（2006）は減損損失と負債比率について正の相関があることを確認している。また、山本（2005）では減損会計の早期適用企業において負債比率が有意に高いことを指摘し、負債比率の高い企業は金融機関からの影響を受ける程度が高く、早期適用企業においては利益平準化と負債比率の高さが結びついているとの解釈を示している。したがって、負債比率の高い企業ほど企業財務が不安定となることが考えられ、減損損失が財務情報に及ぼす影響が大きい場合にはネガティブな市場反応を受けることが予測される。ここで第 1 の仮説を設定する。

H1：有利子負債比率の高い企業ほど株価がネガティブな影響を受けやすい。

減損会計基準では重要な減損損失が計上された場合には、損益計算書への注記が求められており、その注記は資産グループ別に記載する必要がある[64]。おおむね、事業用資産、遊

63 Paugam and Ramond（2015）は、フランス企業をサンプルとして減損損失の注記情報が充実している企業の株主資本コストやアナリスト予測誤差が小さいことを発見している。

64 「減損会計基準適用指針」58

休資産、賃貸資産、処分予定資産、その他（のれん）に分類される。なかでも、遊休資産[65]には直接事業から得られるキャッシュ・フローはないことから、将来キャッシュ・フロー予測分、企業価値評価に影響を与えるものと考えられる。また、製造業の遊休不動産は工場跡地の蓋然性が高いため、大規模敷地であることや土壌汚染の疑い等から流動化リスクが見込まれる。したがって、遊休資産の減損注記を記載した企業に対する投資家の評価は低くなると予測される。ここで第2の仮説を設定する。

H2：遊休資産の減損を計上する企業ほど株価がネガティブな影響を受けやすい。

2.3　製造業に係る実証分析

（1）サンプル抽出条件および検証モデル

分析対象は2007年から2015年に東京証券取引所に連続上場している企業とする[66]。その中で、第一部に上場している製造業であること、決算発表が4月、5月、6月である企業と限定し、減損回数（1-3回、7-9回）で分類した上で、それぞれ、減損規模[67]上位50社（極端値を除く）計100社を抽出した。なお、財務データ、株価及びTOPIXについては「日経NEEDS財務データ」「Yahoo!ファイナンス」より、持株比率データについては「会社四季報」（東洋経済新報社）より収集した。なお、当該データは、欠損値のある企業は除外している。

本件では、会計情報の開示と短期株価変動に着目したイベント・スタディを適用している。Sharp and Walker（1975）やStandish and Ung（1982）が試みたように、株価が形成されるプロセスをモデルでとらえ、そのモデルから算出される株式投資収益率の理論値と実現値との差を異常収益率（Abnormal Return）とし減損損失の情報開示が株価に与える影響を検証する。

具体的には(1)式のマーケットモデルによって正常収益率（正常リターン）を推定し、その正常収益率と実際の収益率の差により異常収益率を測定し、これに基づき累積異常収益率（CAR：Cumulative Abnormal Return）を求め、検討を行う。これは、資本資産評価モデ

---

65 遊休資産とは事業の用に供するために取得したものの、何らかの理由によって使用や稼働を休止させている資産のことである。多くは土地・建物の不動産であるが、一部に機械等の動産が含まれる。本件では、不動産のみを抽出することが困難であるため、遊休資産の区分で分析を行った。

66 減損会計基準の適用初年度までの期間は、それまで減損損失を計上する基準がなかったことに対する過年度修正の意味合いもあるため、減損会計強制適用後の2007年からを対象期間としている。

67 2007年から2015年の減損額の合計額を2015年度の総資産で除した数値。

ル（CAPM 理論）の基礎の上に Sharpe（1964）らが展開したモデルで市場全体要因に基づく株価変動部分を除去した上で、実際収益率と期待収益率の残差部分に着目したものである。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{it} ：企業 i の株式の第 t 日の収益率[68]

R_{mt} ：第 t 日におけるマーケット・ポートフォリオの収益率（本件では TOPIX を採用）

α_i、β_i ：線形回帰モデルのパラメーター

ε_{it} ：誤差項

上記のマーケット・モデルのα_i、β_iの値はR_{it}、R_{mt}の時系列データから最小二乗法で推定される。その値をα_i、β_iで表せば、異常収益率（Abnormal Return）の推定値ε_{it}は(2)式で求められる。

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

本分析では、イベント日[69]を中心に、前後 10 日間を分析対象期間とする。また、サンプル企業 n 社を取り出し、第 t 日における減損アナウンス及び決算短信公表の平均的効果を検証するには、以下の(3)式によって平均異常収益率（AR：Average Abnormal Return）を求める。

$$AR_t = 1/n \sum_{i=1}^{n} \varepsilon_{it} \quad (3)$$

n：グループ分けした企業数

68 収益率（R_t）は、各企業の株価調整後終値（P_t）を用いて次式より算出している。

$R_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$

69 本分析では各企業の IR 情報ニュースリリースより、減損損失のアナウンスを行なった日をイベント日とする。アナウンスの行われなかった企業については決算短信公表日をイベント日とする。

さらに、分析対象期間における効果をみるために以下のとおり t=a から b までの期間の累積異常収益率（CAR）を(4)式により計測する。

$$CAR(a,b) = \sum_{t=a}^{b} AR_t \qquad (4)$$

次のステップとして、上記で計測された CAR を被説明変数とした以下のモデル(5)式に基づいた回帰分析を行う。さらに、減損回数（*IMP_F*）・減損額（*IMP_A*）・減損規模（*IMP_S*）を被説明変数とした以下のモデル(6)式に基づいた回帰分析を行う。

なお、決算短信公表企業とニュースリリース公表企業を区分した分析については、説明変数$\alpha_8 Information\ Source\ _i$を除いた(5)式および(6)式に基づき回帰分析を行う。

$$CAR(a,b)_i = \alpha_1 + \alpha_2 Ln(Size)_i + \alpha_3 Debt_i + \alpha_4 Corporation_i + \alpha_5 Financial_i + \alpha_6 Foreigner_i + \alpha_7 Land_i + \alpha_8 Big3_i + \alpha_9 Information\ Source\ _i + \varepsilon_i \qquad (5)$$

$$(IMP_F \cdot IMP_A \cdot IMP_S) = \alpha_1 + \alpha_2 Ln(Size)_i + \alpha_3 Debt_i + \alpha_5 Corporation_i + \alpha_4 Financial_i + \alpha_6 Foreigner_i + \alpha_6 Land_i + \alpha_7 Big3_i + \alpha_8 Information\ Source\ _i + \varepsilon_i \qquad (6)$$

（2）変数の定義、記述統計量および相関係数

表 4-1 は変数の定義である。変数の設定について着眼点を示せば以下のとおりである。

表 4-1　変数の定義

変数名	定義
Ln（Size）	2015年度、総資産額の自然対数変換値を採用する
IMP_F	2007年から2015年の決算期に減損損失が公表された回数
IMP_A	2007年から2015年に計上された減損額の合計額
IMP_S	2007年から2015年に計上された減損額の合計額を2015年度の総資産で除した数値
Debt	2015年度、各企業の有利子負債比率
Corporation	2015年度、各企業の一般事業法人持株比率
Financial	2015年度、各企業の金融機関持株比率
Foreigner	2015年度、各企業の外国人持株比率
Land	2015年度、各企業の土地資産額を総資産額で除した数値を採用する
Big3	2015年度、3大監査法人にかかる変数
Information Source	決算短信公表企業にかかる変数

（出所）筆者作成、以下の図表全て同じ

ＩＭＰ＿Ｆ：2007 年から 2015 年の決算期に減損損失が公表された回数

ＩＭＰ＿Ａ：2007 年から 2015 年に計上された減損額の合計額

ＩＭＰ＿Ｓ：2007 年から 2015 年に計上された減損額の合計額を 2015 年度の総資産で除した数値

Ｌｎ（Ｓｉｚｅ）：2015 年度、総資産額の自然対数変換値を採用する。資産規模が大きい企業ほど、社会的注目度が高く、社外からの監視圧力が高まる

Ｄｅｂｔ：2015 年度、各企業の有利子負債比率。利子返済が必要となる部分に着目し、同比率が高くなるほど金融機関との関りが深いと考えられる

Corporation：2015 年度、各企業の一般事業法人持株比率。一般事業法人持株比率が高い企業ほど株式持合いが進むため、外部からの監視・規律が弱く経営者にとって安定的であることで、経営者裁量性の高い環境で経営が行われる可能性がある

Ｆｉｎａｎｃｉａｌ：2015 年度、各企業の金融機関持株比率。金融機関持株比率が高い企業ほど金融機関からの監視・規律が強くなるため、経営判断が慎重となる

Ｆｏｒｅｉｇｎｅｒ：2015 年度、各企業の外国人持株比率。外国人持株比率の高い企業ほど、外部からの監視・規律が強く、業績向上圧力を受けるため、収益効率性が重視された経営判断がなされる傾向にある

Ｌａｎｄ：2015 年度、各企業の土地資産額を総資産額で除した数値を採用する

Ｂｉｇ３：2015 年度、3 大監査法人[70]にかかる変数。3 大監査法人の監査を受ける場合に 1 をとり、そうでない場合に 0 をとる

Information Source：決算短信公表企業にかかる変数。決算短信公表企業に 1 をとり、ニュースリリース公表企業に 0 をとる

「製造業」に係る記述統計量および相関係数は表 4-2 および表 4-3 に記載のとおりで、変数間で強い相関のものはみられない。*IMP_S*（減損規模）は平均値で 6.5%になっており、これは減損回数の多い企業群をサンプルとして採用しているためと考えられる。

70 本件では、あらた監査法人がサンプル 100 件のうち 2 件と少数であったため、新日本、トーマツ、あずさの 3 大監査法人を BIG 3 とする。

表 4-2　記述統計量（製造業）

n=100

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
Ln(Size）	11.6926	11.4456	7.8497	15.7837	0.1535
IMP_F	5.4400	5.0000	1.0000	9.0000	0.3112
IMP_A	21170	4210	101	144234	3492
IMP_S	0.0652	0.0498	0.0122	0.2659	0.0054
Debt	0.1810	0.1646	0.0000	0.5786	0.0146
Corporation	0.1959	0.1420	0.0053	0.6800	0.0160
Financial	0.2544	0.2548	0.0242	0.4893	0.0106
Foreigner	0.1853	0.1868	0.0058	0.5996	0.0136
Land	0.0970	0.0691	0.0000	0.4579	0.0081
Big3	0.7000	1.0000	0.0000	1.0000	0.0461
Informaition source	0.7500	1.0000	0.0000	1.0000	0.0435

Ln(Size) : 総資産(Ln)、*IMP_F* : 減損回数、*IMP_A* : 減損額、*IMP_S* : 減損規模、*Debt* : 有利子負債比率
Corporation : 一般事業法人持株比率、*Financial* : 金融機関持株比率、*Foreigner* : 外国人持株比率、、*Land* : 土地資産比率、*Big3* : 3大監査法人ダミー、*Informaition source* : 決算短信公表企業ダミー

表 4-3　相関係数（製造業）

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪
① *Ln（Size）*	1										
② *IMP_F*	0.4053	1									
③ *IMP_A*	0.7723	0.4567	1								
④ *IMP_S*	−0.0705	0.5056	0.1905	1							
⑤ *Debt*	0.0939	0.2756	0.1580	0.2576	1						
⑥ *Corporation*	−0.1177	−0.2256	−0.1838	−0.2775	−0.0094	1					
⑦ *Financial*	0.3852	0.0929	0.1709	−0.0383	0.0494	−0.3672	1				
⑧ *Foreigner*	0.5958	0.3181	0.4697	0.0687	−0.2222	−0.4008	0.2059	1			
⑨ *Land*	−0.2253	−0.0105	−0.1639	−0.0060	0.1865	0.1678	−0.0392	−0.3554	1		
⑩ *Big3*	0.2160	0.2481	0.1294	0.0004	0.1908	0.0006	0.0466	0.2007	0.0399	1	
⑪ *Information Source*	−0.0050	0.1865	0.0609	0.1114	−0.0539	0.0157	−0.0261	0.1336	−0.0468	0.1764	1

（3）分析結果（製造業）

前節の実証分析により以下の通り仮説を検証した。

(a) 有利子負債比率に係る検証結果[71]

仮説 1 について、表 4-4 によるとイベント期間内(-1, 1) (0, 1)において有意な数値が得られており、公表日前後において有利子負債比率の高い企業ほど大きくマイナスとなる傾向を示し、有利子負債比率の高さと短期株価変動に負の相関を示唆する結果となった。有利子負債比率の高い企業において投資家は、財務的な不安定要素を抱えている企業が減損損失を計上することで、財務健全性の低下から高リスク企業だと判断し、ネガティブに反応していると考えられる。また、表 4-5 の回帰分析結果では、減損回数、減損規模について有利子負債比率がプラスに有意な数値が得られ、有利子負債比率の高い企業ほど、減損回数、減損規模が大きくなることを示唆する結果となった。有利子負債が高い企業ほど、頻繁に減損処理を行うことで、次期以降の費用や損失を軽減させることにより債務残高を減少させ財務体質の改善を図ろうとしているものと考えられる。また、減損規模について債務制限条項へ

71 将来的課題としてサンプル数を増やし、ダミー変数をいれた分析を試みる。

の抵触を回避するため減損処理により利益調整を行っている可能性も考えられる。減損規模と有利子負債比率の関係においては、胡・車戸（2012）[72]と整合がとれる結果となった。

表 4-4　CAR を被説明変数とした回帰分析結果（製造業）

分析モデル：(5)式　(n=100)

	const		Ln(Size)		Debt		Corporation		Financial		Foreigner		Land		Big3		Imformaition source		
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	R2
(-1,0)	0.013	0.475	-0.002	-0.669	0.008	0.342	-0.033	-1.409	-0.021	-0.634	0.056	1.600	0.071	1.789*	0.009	1.257	-0.002	-0.321	0.047
(-1,1)	-0.034	-0.607	0.003	0.439	-0.079	-1.718*	-0.040	-0.864	-0.075	-1.134	0.066	0.948	0.146	1.835*	0.011	0.782	0.004	0.318	0.032
(0,1)	-0.031	-0.570	0.002	0.292	-0.080	-1.760*	-0.018	-0.388	-0.074	-1.136	0.080	1.170	0.139	1.784*	0.009	0.657	0.005	0.325	0.034
(-2,0)	0.004	0.127	-0.002	-0.492	0.020	0.730	-0.036	-1.313	-0.026	-0.659	0.053	1.283	0.077	1.620	0.015	1.8278*	-0.001	-0.078	0.054
(-2,1)	-0.043	-0.713	0.003	0.445	-0.067	-1.345	-0.044	-0.876	-0.081	-1.124	0.064	0.849	0.152	1.771*	0.017	1.158	0.006	0.401	0.024
(-2,2)	-0.063	-0.945	0.004	0.651	-0.062	-1.133	-0.050	-0.905	-0.085	-1.069	0.061	0.735	0.151	1.584	0.016	0.949	0.008	0.449	0.009
(-5,0)	-0.034	-0.753	0.005	1.094	0.003	0.089	-0.069	-1.817*	-0.032	-0.596	-0.092	-1.624	0.043	0.655	0.015	1.353	0.002	0.173	-0.006
(-5,5)	-0.104	-1.304	0.013	1.597	-0.103	-1.552	-0.077	-1.157	-0.130	-1.352	-0.085	-0.850	0.156	1.363	0.002	0.085	0.009	0.422	-0.022

(注)*10%有意、**5%有意、***1%有意、（ ）内の数字は、イベント日を 0 日とした場合の異常収益率を累積する期間を定義している.例えば（-1,1）であれば、イベント日の 1 日前から 1 日後までの異常収益率が累積されていることを示している。例えば（-1,1）であれば、イベント日の 1 日前から 1 日後までの異常収益率が累積されていることを示している。以下の図表全て同じ。

表 4-5　減損回数・減損額・減損規模を被説明変数とした回帰分析結果（製造業）

分析モデル：(6)式　(n=100)

	const		Ln(Size)		Debt		Corporation		Financial		Foreigner		Land		Big3		Imformaition source		
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	R2
IMP_F	0.127	2.680***	-0.006	-1.157	0.123	3.116***	-0.095	-2.403**	-0.061	-1.072	0.059	0.996	0.000	0.001	-0.009	-0.727	0.015	1.268	0.132
IMP_A	-190921.0	-9.581***	20116.8	9.757***	20483.5	1.236	-41532.1	-2.493**	-74017.6	-3.092***	-13884.6	-0.555	12949.6	0.452	-5552.8	-1.105	7113.6	1.399	0.628
IMP_S	-4.289	-1.728*	0.744	2.899***	5.226	2.531**	-4.262	-2.054**	-4.537	-1.522	2.127	0.682	3.657	1.024	0.508	0.812	1.285	2.028**	0.273

（b）資産分類区分[73]に係る検証結果

表 4-6　CAR（資産分類区分）に係る t 検定結果（製造業）

	事業用資産(n=27)		遊休資産(n=12)		複数種類資産(n=49)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
CAR-10	0.006	1.974*	-0.003	-0.791	-0.002	-0.841
CAR-9	0.010	2.654**	-0.006	-0.801	0.001	0.169
CAR-8	0.009	1.734*	-0.008	-1.208	-0.002	-0.585
CAR-7	0.003	0.568	-0.015	-2.046*	-0.007	-1.318
CAR-6	0.003	0.421	-0.015	-1.479	-0.005	-0.802
CAR-5	0.007	0.905	-0.018	-1.715	-0.005	-0.815
CAR-4	0.006	0.714	-0.021	-1.659	0.001	0.150
CAR-3	0.005	0.574	-0.024	-2.064*	0.003	0.300
CAR-2	0.005	0.632	-0.030	-2.502**	0.003	0.353
CAR-1	0.007	0.683	-0.035	-2.556**	0.007	0.684
CAR0	0.007	0.654	-0.030	-2.05*	0.004	0.446
CAR+1	-0.019	-1.42	-0.028	-1.511	-0.003	-0.212
CAR+2	-0.019	-1.409	-0.033	-1.628	-0.005	-0.342
CAR+3	-0.026	-1.795*	-0.035	-1.828*	0.000	-0.032
CAR+4	-0.024	-1.833*	-0.038	-2.083*	-0.005	-0.338
CAR+5	-0.030	-2.149**	-0.034	-1.747	-0.001	-0.089
CAR+6	-0.025	-1.587	-0.043	-2.077*	0.000	0.002
CAR+7	-0.017	-0.985	-0.037	-1.975*	-0.001	-0.057
CAR+8	-0.009	-0.492	-0.039	-1.745	0.001	0.039
CAR+9	-0.013	-0.711	-0.032	-1.126	0.003	0.143
CAR+10	-0.018	-1.027	-0.038	-1.219	0.002	0.119

72 胡・車戸（2012）では、負債比率と減損規模により分析している。

73 資産分類区分は企業別に有価証券報告書財務諸表等注記事項より分類した。

仮説 2 について、表 4-6 によると、複数種類資産グループ [74]では、係数も小さく 0 付近で一定の幅での推移をしている。事業用資産グループ[75]では公表日を境にマイナス傾向の推移をしている。遊休資産グループ[76]においてはイベント期間最初の CAR -10 からマイナス傾向の推移をみせ、以後 CAR +10 までその趨勢は続いている。検定結果より、事業用資産については部分的に有意な数値が得られ、遊休資産についてはイベント期間の大部分で有意な数値が得られた。事業用資産と遊休資産の反応を比較してみると遊休資産の反応がより強く、これにより投資家は遊休資産の存在に対しよりネガティブな反応を示していると考えられる。

（c）他の検証結果

表 4-7 によると処分予定資産を含まないグループでは CAR 0 までは 0 付近で一定の幅での推移だったが、CAR 0 以降でネガティブな推移を示している。一方、処分予定資産を含むグループでは公表日前の CAR +2 よりポジティブな反応を示している。処分予定資産については、売却後の資金の流動化による新たな事業展開や収益性の高い資産への投資、また負債の返済による財務体質の改善等が考えられる。したがって、投資家からみた処分予定資産は、企業価値の向上に資する位置づけと考えられる。また、AR 0 においてプラスに有意な数値が得られ、これにより投資家は処分予定である公表に対し情報有用性を認めていることが確認できる。

表 4-7　CAR, AR（処分予定資産）に係る t 検定結果（製造業）

	処分資産なし(n=93)		処分資産あり(n=7)			処分資産なし(n=93)		処分資産あり(n=7)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value		Coef.	t-value	Coef.	t-value
CAR-10	0.003	0.706	-0.003	-1.102	AR-10	0.003	0.706	-0.003	-1.102
CAR-9	0.003	0.860	0.000	-0.073	AR-9	0.001	0.255	0.002	0.480
CAR-8	0.002	0.353	-0.001	-0.239	AR-8	-0.001	-0.553	-0.001	-0.141
CAR-7	-0.004	-0.692	-0.002	-0.355	AR-7	-0.006	-3.877***	-0.001	-0.158
CAR-6	-0.001	-0.195	-0.015	-2.970	AR-6	0.003	1.212	-0.013	-2.189*
CAR-5	-0.001	-0.147	-0.015	-2.385*	AR-5	0.000	0.251	0.000	0.077
CAR-4	0.004	0.434	-0.008	-0.814	AR-4	0.005	1.194	0.007	0.849
CAR-3	0.000	0.065	-0.008	-1.015	AR-3	-0.003	-1.054	-0.001	-0.068
CAR-2	0.001	0.162	-0.019	-1.985*	AR-2	0.001	0.444	-0.011	-1.572
CAR-1	0.003	0.431	-0.014	-1.321	AR-1	0.002	1.202	0.005	1.171
CAR0	0.002	0.269	-0.003	-0.196	AR0	-0.001	-0.391	0.011	2.567**
CAR+1	-0.009	-0.940	-0.002	-0.088	AR+1	-0.011	-2.102**	0.001	0.092
CAR+2	-0.013	-1.298	0.018	0.594	AR+2	-0.004	-2.295**	0.020	1.465
CAR+3	-0.014	-1.398	0.020	0.708	AR+3	-0.001	-0.491	0.002	0.363
CAR+4	-0.016	-1.590	0.031	0.944	AR+4	-0.002	-0.887	0.011	1.174
CAR+5	-0.015	-1.448	0.030	0.948	AR+5	0.001	0.330	-0.002	-0.652
CAR+6	-0.014	-1.242	0.019	0.740	AR+6	0.001	0.459	-0.010	-1.553
CAR+7	-0.010	-0.894	0.018	0.735	AR+7	0.004	1.550	-0.001	-0.205
CAR+8	-0.008	-0.628	0.012	0.477	AR+8	0.003	1.181	-0.006	-0.747
CAR+9	-0.007	-0.584	0.008	0.339	AR+9	0.000	0.173	-0.004	-0.675
CAR+10	-0.011	-0.900	0.005	0.204	AR+10	-0.004	-2.256**	-0.004	-0.489

74 資産、資産グループについて異なる複数種類の資産を減損対象としている。

75 資産、資産グループについて事業用資産のみを減損対象としている。

76 資産、資産グループについて遊休資産のみを減損対象としている。

2.4　商業に係る実証分析

前節までの検証結果より、「製造業」における資産区分の検証について、投資家はその情報に有用性を認めていることが確認できた。強く情報有用性が認められた遊休資産について「製造業」では、その多くが土地、建物等の遊休不動産であり減損対象となっている[77]。一方、「商業」については、半数以上を小売業が占めているため不採算店舗等が自社所有物件の場合等には、遊休状態となるリスクが高く、さらに流動化が見込めない場合には減損対象資産となる蓋然性が高い。そこで本節では土地資産等、遊休資産に焦点をあて「商業」における企業財務の視点から追加的な分析を行い業種により情報開示の有用性に異なりが認められるか検証する。

(1) サンプル抽出条件および分析モデル

分析対象は、「製造業」に係る分析同様 2007 年から 2015 年に東京証券取引所に連続上場している減損会計適用企業とする。その中で、第一部に上場している商業から 271 社を抽出した。なお、財務データ、株価及び TOPIX については「日経 NEEDS 財務データ」「Yahoo!ファイナンス」 より、持株比率データについては「会社四季報」(東洋経済新報社) より収集した。なお、当該データは、欠損値のある企業は除外している。

分析モデルについても「製造業」に係る分析同様のイベント・スタディを採用し、減損損失の情報開示が株価に与える影響を検証する。また、回帰分析についても同様の(5)式および(6)式に基づいた回帰分析を行う。

(2) 記述統計量および相関係数

「商業」に係る記述統計量および相関係数は表 4-8 および表 4-9 に記載のとおりで、変数間で強い相関のものはみられない。

---

77 筆者らが実施した有形固定資産を中心とした減損会計実務についてのアンケート調査「有形固定資産の減損処理等に関するアンケート調査」JSPS 科研費（基盤 C：15k03614）では、回答企業数の半数以上の割合で遊休資産が減損対象資産となっている。当該アンケートは、2017 年 7 月に東証一部製造業を対象として 800 社に送付し、そのうち回答企業数は 57 社であった。その調査結果によると、減損対象資産には遊休資産、共用資産、賃貸用資産、投資不動産（将来の値上がりを見込んで購入した土地等）、新規事業用資産等の占める割合が多い。さらに、減損会計適用資産については遊休状態となっている工場跡地、寮・社宅用地、福利厚生施設（保養所、グランド等）との回答が多かった。これらの調査結果より、製造業において減損される遊休資産は流動性の低い大規模敷地のような遊休不動産であることが示唆される。また、古川・山本（2017）の減損会計適用企業を対象とした遊休不動産情報の開示に係る調査結果から、製造業における遊休不動産は開示 19 件中 13 件が首都圏以外の地方圏に所在する遊休不動産であった。

表 4-8　記述統計量（商業）

n=271

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
Ln(Size)	11.1904	11.1535	7.5730	15.8773	1.2360
IMP_F	6.4133	8.0000	1.0000	9.0000	2.7647
IMP_A	5574	1435	2	336224	23777
IMP_S	0.0451	0.0195	0.0000	0.6893	0.0849
Debt	0.1581	0.1321	0.0000	0.6318	0.1467
Corporation	0.2776	0.2640	0.0027	0.9089	0.1660
Financial	0.1746	0.1659	0.0040	0.4854	0.0899
Foreigner	0.1233	0.0900	0.0002	0.6253	0.1144
Land	0.1119	0.0857	0.0000	0.5311	0.0970
Big3	0.7823	1.0000	0.0000	1.0000	0.4135
Informaition source	0.8598	1.0000	0.0000	1.0000	0.3479

Ln(Size) : 総資産(Ln)、*IMP_F* : 減損回数、*IMP_A* : 減損額、*IMP_S* : 減損規模、*Debt* : 有利子負債比率
Corporation : 一般事業法人持株比率、*Financial* : 金融機関持株比率、*Foreigner* : 外国人持株比率、、*Land* : 土地資産比率、*Big3* : 3大監査法人ダミー、*Information source* : 決算短信公表企業ダミー

表 4-9　相関係数（商業）

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪
① *Ln（Size）*	1										
② *IMP_F*	0.2494	1									
③ *IMP_A*	0.4062	0.1626	1								
④ *IMP_S*	−0.1100	0.1175	0.2702	1							
⑤ *Debt*	0.1100	−0.0146	0.0690	0.0316	1						
⑥ *Corporation*	0.0582	0.0954	0.0071	0.0772	0.0107	1					
⑦ *Financial*	0.4603	0.0160	0.1235	−0.1383	0.1255	−0.2727	1				
⑧ *Foreigner*	0.5049	0.1338	0.0842	−0.1282	−0.2420	−0.3256	0.2782	1			
⑨ *Land*	0.0700	0.0193	0.0102	−0.0084	0.2262	0.0405	0.1907	−0.1414	1		
⑩ *Big3*	0.0522	0.0299	0.0552	0.0012	−0.1555	0.0168	−0.0225	0.0844	−0.1070	1	
⑪ *Information Source*	0.0637	−0.0825	−0.1026	−0.3063	−0.0418	−0.1788	0.0625	0.1522	−0.0574	0.0037	1

(3)分析結果（商業）

(a)有利子負債比率に係る検証結果

表 4-10 によるとイベント期間内(-1, 0) (-2, 0) (-2, 1) (-2, 2) (-5, 0) (-5, 5)において有意な数値が得られており、有利子負債比率の高い企業ほどはプラスとなる傾向を示し、有利子負債比率の高さと短期株価変動に正の相関を示唆する結果となった。また、表 4-11 の回帰分析結果では、有意な数値は得られなかったが、有利子負債比率の高い企業ほど減損回数が多く、減損規模が小さくなる傾向を示した。有利子負債比率の高い企業ほど、利益の安定化を図り頻繁に規模の小さな減損処理をする事で含み損を解消させているため、投資家はポジティブに反応を示していると考えられる。

表 4-10　CAR を被説明変数とした回帰分析結果（商業）

分析モデル：(5)式　(n=254)

	const		*Ln(Size)*		*Debt*		*Corporation*		*Financial*		*Foreigner*		*Land*		*Big3*		*Informaition source*		
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	R2
(-1,0)	0.021	1.073	-0.002	-1.029	0.024	1.7772*	-0.016	-1.201	-0.009	-0.369	0.016	0.718	-0.007	-0.390	0.006	1.337	0.004	0.678	0.005
(-1,1)	-0.022	-0.637	0.002	0.669	0.039	1.629	-0.021	-0.927	-0.038	-0.857	0.007	0.189	-0.020	-0.668	0.003	0.320	0.004	0.448	-0.010
(0,1)	-0.018	-0.541	0.002	0.450	0.025	1.059	-0.011	-0.486	-0.011	-0.258	0.003	0.082	-0.029	-1.033	0.001	0.143	0.004	0.419	-0.020
(-2,0)	0.015	0.711	-0.002	-0.738	0.028	1.853*	-0.018	-1.228	-0.024	-0.865	0.007	0.290	-0.008	-0.405	0.008	1.644	0.006	1.012	0.010
(-2,1)	-0.027	-0.785	0.003	0.776	0.043	1.758*	-0.023	-1.002	-0.053	-1.172	-0.001	-0.035	-0.021	-0.690	0.005	0.587	0.007	0.689	-0.005
(-2,2)	-0.025	-0.583	0.002	0.439	0.065	2.103**	-0.030	-1.032	-0.066	-1.160	0.006	0.130	-0.019	-0.507	0.009	0.847	0.013	1.121	0.003
(-5,0)	0.003	0.143	-0.002	-0.622	0.038	2.235**	-0.016	-0.968	-0.007	-0.241	0.025	0.913	-0.025	-1.213	0.012	2.071**	0.010	1.455	0.028
(-5,5)	-0.085	1.750*	0.007	1.318	0.066	1.919*	-0.021	-0.648	-0.088	-1.397	0.024	0.445	-0.017	-0.401	0.015	1.340	0.012	0.900	0.012

表 4-11　減損回数・減損額・減損規模を被説明変数とした回帰分析結果（商業）

分析モデル：(6)式　(n=254)

	const		Ln(Size)		Debt		Corporation		Financial		Foreigner		Land		Big3		Imformaition source		
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	R2
IMP_F	0.332	0.190	0.614	3.314***	0.119	0.096	0.576	0.493	-4.178	-1.914*	1.644	0.842	2.246	1.285	0.022	0.056	-0.830	-1.735*	0.068
IMP_A	-102639.8	-7.320***	11446.5	7.690***	-6556.7	-0.662	-24997.6	-2.664***	-25403.0	-1.449	-49715.8	-3.170***	-4198.2	-0.299	2355.0	0.733	-3146.4	-0.820	0.188
IMP_S	0.247	4.377***	-0.013	-2.348**	-0.022	-0.591	-0.006	-0.163	-0.134	-2.072**	-0.042	-0.722	0.110	2.122**	0.004	0.312	-0.045	-3.197***	0.131

(b)資産分類区分に係る検証結果

表 4-12 によると、事業用資産グループでは、係数も小さく 0 付近で一定の幅での推移をしており、複数種類資産グループでは公表日以降プラスの推移をしている。遊休資産グループにおいてはイベント期間最初の CAR −10 からプラス傾向の推移をみせ、以後 CAR +10 までプラス傾向は続いている。検定結果より、有意な数値は得られていないが、投資家は商業に係る遊休資産についてはポジティブに反応している。これらの遊休不動産は都市部に多くみられる流動性が高い資産のためと考えられる。

表 4-12　CAR（資産分類区分）に係る t 検定結果（商業）

	事業用資産(n=135)		遊休資産(n=36)		複数種類資産(n=68)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
CAR-10	-0.002	-2.442**	0.003	1.196	-0.002	-1.698*
CAR-9	-0.002	-1.592	0.005	1.039	-0.004	-2.235**
CAR-8	-0.003	-1.501	0.008	1.103	-0.007	-2.858***
CAR-7	-0.002	-1.150	0.007	1.017	-0.007	-2.566**
CAR-6	0.001	0.332	0.008	0.941	-0.006	-1.626
CAR-5	0.000	-0.025	0.012	1.390	-0.002	-0.585
CAR-4	-0.001	-0.278	0.007	0.791	-0.001	-0.334
CAR-3	-0.001	-0.271	0.008	1.027	-0.001	-0.276
CAR-2	-0.001	-0.341	0.005	0.570	-0.003	-0.549
CAR-1	0.001	0.262	0.017	1.366	0.000	0.054
CAR0	0.005	1.119	0.016	1.392	0.000	0.004
CAR+1	0.002	0.438	0.015	1.110	0.002	0.212
CAR+2	0.004	0.713	0.018	0.958	0.004	0.439
CAR+3	0.002	0.339	0.014	0.766	0.006	0.618
CAR+4	0.002	0.343	0.014	0.678	0.010	0.996
CAR+5	0.001	0.158	0.014	0.685	0.009	0.893
CAR+6	0.003	0.501	0.013	0.639	0.009	0.878
CAR+7	0.002	0.331	0.006	0.305	0.010	0.919
CAR+8	0.000	0.047	0.006	0.264	0.009	0.814
CAR+9	-0.001	-0.093	0.007	0.302	0.010	0.927
CAR+10	-0.002	-0.305	0.008	0.368	0.010	0.920

(c)他の検証結果

表 4-13 によると処分予定資産を含まないグループでは CAR −2 までは 0 付近で一定の幅の推移であったが、CAR −1 以降でポジティブな推移を示している。一方、処分予定資産を含むグループでは公表日前の CAR −1 よりネガティブな反応を示している。処分予定資産については、その資産内容が倉庫や賃貸不動産等が多く、ニーズの高い物件やキャッシュ・フローを生み出している資産であるため、それらを処分することに対し投資家はネガティブな反応を示しているものと考えられる。

表 4-13　CAR, AR（処分予定資産）に係る t 検定結果（商業）

	処分資産なし(n=231)		処分資産あり(n=23)			処分資産なし(n=231)		処分資産あり(n=23)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value		Coef.	t-value	Coef.	t-value
CAR-10	-0.001	-0.662	0.003	0.641	AR-10	-0.001	-0.659	0.003	0.641
CAR-9	-0.002	-1.657*	0.000	0.098	AR-9	-0.001	-1.639*	-0.003	-1.321
CAR-8	-0.002	-1.546	-0.003	-0.845	AR-8	0.000	-0.353	-0.004	-1.716*
CAR-7	-0.002	-1.303	0.000	-0.016	AR-7	0.000	0.205	0.003	1.247
CAR-6	0.001	0.420	-0.001	-0.137	AR-6	0.003	3.007***	-0.001	-0.239
CAR-5	0.001	0.649	0.004	0.606	AR-5	0.001	0.708	0.005	1.079
CAR-4	0.000	-0.122	0.006	0.659	AR-4	-0.002	-2.11**	0.002	0.284
CAR-3	0.000	0.204	0.008	0.745	AR-3	0.001	0.727	0.002	0.655
CAR-2	0.000	0.197	0.005	0.407	AR-2	0.000	0.029	-0.003	-1.214
CAR-1	0.005	1.697*	0.007	0.639	AR-1	0.005	2.966***	0.002	0.975
CAR0	0.007	2.071**	-0.004	-0.397	AR0	0.002	1.284	-0.011	-1.554
CAR+1	0.005	1.130	-0.009	-0.828	AR+1	-0.002	-0.622	-0.005	-0.714
CAR+2	0.008	1.402	-0.009	-0.896	AR+2	0.003	1.431	-0.001	-0.179
CAR+3	0.005	0.892	-0.014	-1.322	AR+3	-0.003	-2.166**	-0.004	-0.994
CAR+4	0.006	0.982	-0.010	-0.933	AR+4	0.001	0.578	0.003	0.867
CAR+5	0.006	1.030	-0.010	-0.877	AR+5	0.000	0.246	0.000	0.040
CAR+6	0.008	1.228	-0.011	-0.923	AR+6	0.001	1.198	-0.001	-0.394
CAR+7	0.009	1.380	-0.015	-1.115	AR+7	0.002	1.509	-0.004	-1.480
CAR+8	0.006	0.895	-0.016	-1.207	AR+8	-0.003	-3.977***	-0.001	-0.496
CAR+9	0.005	0.710	-0.013	-0.986	AR+9	-0.001	-1.017	0.003	0.850
CAR+10	0.004	0.550	-0.015	-0.996	AR+10	-0.001	-1.052	-0.001	-0.586

2.5 業種の違いに基づいた比較考察

本節では、前節までの分析結果に基づいて「製造業」と「商業」の特性について考察する。前節までの分析において明らかになったのは以下のとおりである。

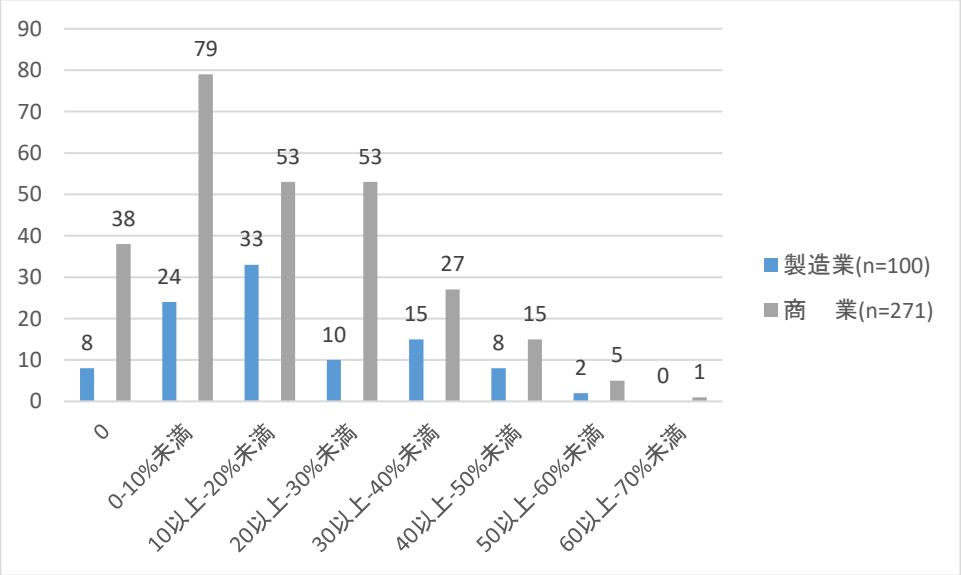


図 4-1　有利子負債比率分布

「製造業」について

・有利子負債比率の高さと短期株価変動には負の相関があり、有利子負債比率の高い企業ほど減損回数が多くなり、減損規模も大きくなることを示唆する結果となった。

・投資家は遊休資産の存在にネガティブな反応を示した。

・処分予定（売却）資産を含む資産についてはポジティブな反応を示した。

「商業」について

・有利子負債比率の高さと短期株価変動には正の相関があった。
・投資家は遊休資産についてポジティブな反応を示した。
・処分予定（売却）資産を含む資産についてはネガティブな反応を示した。

図 4-1 の有利子負債比率分布によると有利子負債比率 20%未満の企業数割合は「製造業」では全体の 32%であるのに対し「商業」においては 43.2%である。また、有利子負債比率 30%以上の企業数割合は「製造業」では全体の 25%であるのに対し「商業」においては 17.7%である。さらに、有利子負債のない企業では「製造業」が全体の 8%「商業」においては全体の 14%となっている。また、表 4-2 及び表 4-8 より「製造業」における有利子負債比率の平均値は 18.1%、中央値は 16.5%であるのに対し「商業」では平均値が 15.8%、中央値が 13.2%である。以上のように有利子負債比率は「製造業」に比較して「商業」が低い傾向にある。

以上の一連の結果より「製造業」については有利子負債比率が高い傾向にあり（図 4-1)、減損をすることにより財務的にも負債比率を高めるため投資家はネガティブな反応を示しているものと考えられる。また、「製造業」における遊休不動産は、地方圏に所在する工場跡地が多く、大規模敷地であることや土壌汚染のリスク等から流動性が低い不動産となっている。しかし、そのような流動性の低い不動産について処分予定（売却）資産として開示されることで負債等の圧縮により財務基盤の安定性の向上が期待できるため投資家はポジティブに反応しているものと考えられる。

一方、「商業」については有利子負債比率のない企業が低い傾向にあり（図 4-1)、減損をすることにより従前の含み損を解消し将来の減損リスクが低くなるため投資家はポジティブな反応を示しているものと考えられる。また、「商業」における遊休不動産の多くは都市部に所在し流動性の高い不動産となっている。しかし、そのような不動産には店舗や賃貸資産等の潜在的にキャッシュ・フローを生み出すものが多数の割合を占めている。したがって処分予定（売却）資産として開示されることで投資家は事業基盤の縮小から収益性や成長性低下リスクに対しネガティブな反応を示しているものと考えられる。

以上のように「製造業」と「商業」の間には資産の特性にも着目している投資家行動に差異が観察された。業種による財務体質の違いから、「製造業」について投資家は、有利子負債比率の高さにくわえ流動性の低い遊休資産の存在を深刻にとらえているものと考えられる。一方で「商業」について、遊休資産は流動性の高いものが多数の割合を占めてい

るため有利子負債比率の高さとの関係性が投資家行動へ与える影響は小さいものと考えられる。

2.6　追加的分析

前節までの検証結果より、投資家は資産区分による情報有用性を認めていることが確認できた。強く情報有用性の認められた遊休資産の資産内容について、製造業ではその多くが土地、建物等の遊休不動産であり減損対象となっている。そこで本節では、前節までに十分に検討されなかった遊休資産に焦点をあて製造業における企業財務の視点から追加的な分析を行う。

（1）仮説展開

製造企業の競争力の最大の源泉は技術であり、その根幹となるのが研究開発活動である（玄場 2015)。我が国ではバブル崩壊以降、経営の多角化戦略の見直しにより収益性の低い分野からは撤退し、本業事業への集中度を高めてきた。2000 年代に入り、国際的な技術競争や長期的な視野による経営戦略等を背景に研究開発費は増加傾向にあり、なかでも、設備投資が増加してきた。[78]

榊原他 (2006) は、製造業を対象に研究開発投資に係る収益貢献度について検証した結果、研究開発投資の効果の発現期間が概ね 4 年から 5 年であることを発見している。この 4 年から 5 年の期間で企業は研究開発投資の意思決定をすることを鑑みると、本業事業への集中度の低い企業では、収益性の低くなった事業からの撤退も相対的に多く、遊休状態となる資産も多くなるものと考えられる。また、山本（2015, pp. 205-219.）では研究開発費比率の高い企業、すなわち本業事業への集中度の高い企業では投資不動産 [79]に資金をまわせる余裕度が低く保有が控えられることを明らかにしている。つまり、投資不動産保有と研究開発に注力することはトレードオフの関係にあることを指摘している。

したがって、本業事業への集中度の高い企業では、経営戦略としての事業撤退が限定的と

78 企業の研究開発費の構成は約 4 割が人件費、約 2 割が原材料、約 1 割が設備投資（有形固定資産取得費）である。このうち設備投資の増加が顕著になっており、具体的な投資案件として、基礎研究所の設立、いくつかの研究所を集約した高機能研究所の設立、研究施設をもった工場の新設等が増えてきた（一瀬他 2007)。

79 「投資不動産」とは棚卸資産に分類されている不動産以外のもので、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産（ファイナンス・リース取引の貸手における不動産を除く）と定義される（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準 4)。投資不動産の具体例は、①貸借対照表において投資不動産（投資の目的で所有する土地、建物、その他の不動産）として区分されている不動産、②将来の使用が見込まれていない遊休不動産、③上記以外で賃貸されている不動産である（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準 5)。

なり、また、資金調達の面から投資不動産の保有が控えられ、結果的に遊休資産を保有しにくい傾向になることが予測される。ここで第 3 の仮説を設定する。

H3：研究開発費比率の高い企業では遊休資産を保有する可能性が低くなる。

（2）実証分析

本件では、企業財務や株式所有構造が遊休資産に影響を与えているかどうかを検証するため以下(7)式のプロビット回帰モデル[80]を設定する。

$$Idle = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(Size)_i + \alpha_2 IMP_S_i + \alpha_3 Corporation_i + \alpha_4 Financial_i + \alpha_5 Foreigner_i + \alpha_6 ROA_i + \alpha_7 Debt_i + \alpha_8 Land_i + \alpha_9 R\&D_i + \alpha_{10} Bond_i + \alpha_{11} Big3_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

〈変数の定義〉

Idle：企業 i が遊休資産を保有している場合に 1 をとり、そうでない場合に 0 をとる（ただし、情報開示がされていない企業については 0 をとる）

Ln（Size）：企業 i の 2015 年総資産の自然対数

IMP_S：企業 i の 2015 年減損規模（減損額合計／総資産）

Corporation：企業 i の 2015 年一般事業法人持株比率

Financial：企業 i の 2015 年金融機関持株比率

Foreigner：企業 i の 2015 年外国人持株比率

ROA：企業 i の 2015 年総資産利益率（当期純利益／総資産）

Debt：企業 i の 2015 年有利子負債比率（有利子負債／総資産）

Land：企業 i の 2015 年土地資産比率（土地資産額／総資産）

R&D：企業 i の 2015 年研究開発費比率（研究開発費／総資産）

Bond：企業 i が社債を発行している場合に 1 をとり、そうでない場合に 0 をとる

Big3：企業 i が大手監査法人の監査を受ける場合に 1 をとり、そうでない場合に 0 をとる

80 プロビット回帰モデルは、被説明変数が連続量データではなく、0、1 のダミー変数が採用されることに特徴を有する。企業が遊休不動産を保有している場合に 1 を、保有していない場合に 0 をとり、1 になる確率にどの説明変数がプラスあるいはマイナスの影響を与えるか観察する。

(3) 分析結果

(a) 遊休資産に係る検証結果

表 4-14 の遊休資産に係るプロビット回帰分析の結果によると、遊休資産がある企業では一般事業法人持株比率（*Corporation*）、金融機関持株比率（*Financial*）は有意であり、負の値である。また、研究開発費比率（*R&D*）は有意であり、負の値であり、社債ダミー（*Bond*）においては有意であり、正の値である。

以上の結果より、研究開発費比率が低い企業では遊休資産を保有していることが確認できる。一方で、研究開発費比率の高い企業では、遊休資産を保有していないことが確認でき、山本（2015）の指摘する投資不動産の保有と研究開発に注力するトレードオフの関係が示唆される結果となっている。つまり、本業事業への集中度の高い企業においては、資金をまわせる余裕度が低く、投資不動産の保有が控えられることから遊休資産が発生しにくいと解釈できる。また、社債を発行している企業では遊休資産を保有している傾向にある結果となったが、公募社債の約 75%は社債管理者不設置債であり（日本証券業協会 2017)財務状況の監視を代表的に行うものがいないためモニタリング機能を弱める場合もある[81]。したがって社債で調達した資金を運用した結果、有効活用されず遊休資産となってしまっていることが考えられる[82]。

一般事業法人持株比率、金融機関持株比率については、一般事業法人持株比率、金融機関持株比率の高い企業ほど、ともに遊休資産を保有しない傾向にある。一般事業法人持株比率

---

81 社債発行に際し、原則として社債管理者を設置し社債の管理を社債管理者に委託することとされている（会社法 702 条)。しかし、例外規定が置かれ、日本の社債市場の多くは例外規定を適用した社債管理者不設置債であり（日本証券業協会 2017）財務状況の監視を代表的に行うものがいないためモニタリングを弱める場合もある。 また、社債管理者不設置債は、債務不履行等の問題発生時に迅速な権利保全措置がなされず、社債権者に損失や損害を生ずる事例もみられる（神作 2016)。一方で、社債管理者を設置し、財務上の特約（会計ベース）が共に約定されている場合には社債管理者不設置債や財務上の特約が非設定の場合に比べ、よりモニタリングが強く行われ、社債権者が保護されている（稲村 2020)。

近年、中国の債券市場では、債務不履行が増加し、その要因には政府による暗黙の元本保証、やみくもな経営の多角化や拡張による財務基盤の脆弱化、支配株主や関連会社による資金の占有などが挙げられる（神宮 2021)。政府による暗黙の元本保証等により企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる一方、社債権者となる資金の出し手は経営に対するチェックは甘くなるという問題が生じてくる（関 2017)。ここ数か月（2021 年 11 月現在）では、経営危機に陥っている中国不動産大手「恒大」の債務不履行の懸念が続いている。これは不動産開発業者に対する規制強化の影響も大きいが、モニタリング機能の低下にあると考える。

82 サンプル企業の社債発行目的は主に設備投資のための社債発行であり、設備投資とは主に土地、建物、機械設備、備品等、企業が経営や業務を継続して発展させていくための投資である。投資キャッシュ・フローにおいても有形固定資産の取得による支出によるものが大きく、社債発行による投資活動の失敗から遊休不動産が発生するという因果関係も推測できる。

の高い企業では、グループ企業間での内部的監視を受けて、経営者によるリスクをとった経営が抑制される環境になることが考えられる。金融機関持株比率については、金融機関持株比率の高さとモニタリングの関係から財務体質改善を目的とした保守的な会計行動をとっていると考えられる。したがって、両者ともに過剰な投資が抑制される経営、つまり、遊休資産の保有が少ない効率的な経営がなされていることが考えられる。

以上より、グループ企業間の監視や金融機関のモニタリングおよび本業事業への集中度と投資不動産の関係性により遊休資産を持たない経営との関連性が示唆された。一方、社債については社債のある企業では遊休資産を持ちやすい傾向がみられ投資の失敗の結果、遊休資産になりやすいことが示唆された。これら一連の結果から、遊休資産、特に遊休不動産の発生メカニズムが浮き彫りになった。

表 4-14　遊休資産を被説明変数としたプロビット回帰分析結果

	Coefficient	*Std. Error*	*z*	*Slope*
const	−0.7413	1.2922	−0.5737	
Ln(Size)	0.1395	0.1317	1.0593	0.0556
IMP_S	0.2876	2.6703	0.1077	0.1146
Corporation	−0.0205	0.0110	−1.8596 *	−0.0082
Financial	−0.0271	0.0154	−1.7611 *	−0.0108
Foreigner	−0.0116	0.0158	−0.7363	−0.0046
ROA	4.6022	3.9327	1.1702	1.8334
Debt	0.1963	1.2216	0.1606	0.0782
Land	2.6010	1.9751	1.3169	1.0361
R&D	−12.9590	7.0521	−1.8376 *	−5.1625
Bond	0.5508	0.2963	1.8590 *	0.2170
Big3	0.0303	0.3063	0.0989	0.0121
McFadden R-squared	*0.097278*			

2.7　小括

本節の目的は、「製造業」と「商業」を対象に減損損失の開示情報が株式市場に与える影響を明らかにし、企業不動産情報の開示内容を検討することであった。分析の結果、「製造業」と「商業」の間には、有利子負債比率や遊休資産、処分予定（売却）資産に情報有用性の差異が観察されたことにより、遊休不動産情報と財務特性との関連性が示唆された。また、グループ企業間の監視や金融機関のモニタリングおよび本業事業への集中度と投資不動産の関係性により遊休資産を持たない経営との関連性が示唆された。一方、社債については社債のある企業では遊休資産を持ちやすい傾向がみられ投資の失敗の結果、遊休資産になりやすいことが示唆された。これら一連の結果から、遊休資産、特に遊休不動産の発生メカニズムが浮き彫りになった。

第 3 節　賃貸不動産会計基準の開示情報を活用した実証分析

本節では、不動産市場構造を意識した、企業側と投資家側の両側面から企業会計データに基づいた分析を試みる。また、賃貸等不動産会計基準による注記データは、各企業ごとの開示により比較可能であるため、統計的な分析手法にも馴染んでくる。

そこで、本節では、実証的会計研究の知見を活用し、企業をとりまく不動産事情の変化に焦点を定め、投資不動産保有の決定要因の把握、鑑定人評価[83]の選択動機および投資家に対する時価情報の有用性を明らかにすることを目的としている。

3.1　先行研究

企業不動産に関連する会計基準である賃貸等不動産会計基準は 2008 年に公表され、2010 年には原則適用となっている。賃貸等不動産会計基準が公表される以前は、企業が保有する投資不動産の実態が不明瞭であったが、会計基準が適用されることにより投資不動産に係る会計情報の整備・蓄積がされてきている。山本（2010）では、東証一部上場企業を対象とし、財務諸表の注記情報として開示された賃貸等不動産の時価情報等に有用性が認められるかどうかについての検証を行った。分析の結果、投資家等は、特に「建設・不動産・倉庫業」において、賃貸等不動産の時価情報に対しては有用性を認めている事を確認し、投資判断の重要な情報に位置づけているとの解釈を示している。また、「製造業」、「商業」等の投資不動産保有を本業としない業種では、時価情報の有用性を認めている事は確認できなかった。また、山本（2012）では、東証一部上場企業を対象とし、賃貸等不動産保有の決定要因を分析している。その結果、投資不動産保有の決定要因は、投資不動産を保有することが本業と直接結びつかない「製造業」では、グループ企業や金融機関による監視圧力を受けるため、経営者が投資不動産を積極的に保有していないことが観察された。それに対して「不動産業」のように投資不動産を保有することが企業業績に直接貢献する業種では、業績圧力を促進させる外国人持株比率が重要な決定要因となるとの解釈を示している。さらに、山本（2015）古川・山本（2018）では、「製造業」における投資不動産の保有決定要因として研究開発費率が高い企業では投資不動産の保有が控えられることが観察され、投資不動産の保有決定要因と本業事業の集中度が関連していることを発見している。

また、近年の投資不動産市場のグローバル化を背景に、不動産の公正価値情報の有用性は高いものと考えられるが、不動産の公正価値評価には評価専門家の高い専門的知見を要す

---

83 鑑定人評価とは、社外の不動産評価に関する専門資格を有するものによる評価をいい、内部評価とは、社内の経営者が実施する評価をいう。

る。評価専門家に係る先行研究では、経営者による鑑定人評価の選択動機や信頼性等に焦点を当てているものが存在する。Brown *et al*(1992)では、有形固定資産の再評価を実施した企業を対象に、鑑定人評価を選択した企業と内部評価を選択した企業に財務特性の違いがみられるのか分析している。その結果、鑑定人評価を採用した企業の特性は負債比率が高いことが観察されている。しかし、Cotter and Richardson(2002)では、Brown *et al*(1992)とは異なり、負債比率は有意な変数とはならず、コーポレートガバナンスに係る変数が有意となっていた。具体的には、CEO（最高経営責任者）と会長が違う人物である場合に鑑定人評価を採用する傾向が観察され、一方、社外取締役が経営監視している企業ほど内部評価を採用する傾向が観察された。これについて、鑑定人評価は、金融機関への説明責任の履行を目的としたものではなく、企業のガバナンス体制により傾向に違いが生じると解釈される。

また、Barth and Clinch(1998)は、資産の再評価を実施した豪州企業を対象に鑑定人評価による株価への影響を分析している。その結果、Barth and Clinch(1998)の設定した仮説は、鑑定人評価の場合は土地・建物の評価が公正に行われ、投資家はその情報をより重視するというものであったが、鑑定人評価と内部評価の間には違いが観察されなかった。しかし、Muller and Riedl(2002)では、企業の保有する投資不動産を評価する場合に鑑定人評価を採用する企業と内部評価を採用する企業に区分し、対象企業のビッド・アスク・スプレッドとの関係を分析している。その結果、内部評価を採用する企業の方が鑑定人評価を採用する企業よりもビッド・アスク・スプレッドを高まることが観察された。これについては、内部評価を採用している企業の方が、投資家と企業との間の情報の非対称性が大きいことを示唆し、鑑定人評価を採用している企業の方が、投資家に対してより有用な情報提供がなされている事を示す結果となっている。

これらの結果から、投資家は、業種により投資不動産を保有することに対し温度差があり、必ずしもポジティブな評価を与えていないことが確認できる。また、投資不動産の保有決定要因としては本業事業と直接的に結びつく業種については促進されることが確認できる。さらに、鑑定人評価の選択動機については、財務特性や企業のガバナンスのあり方に左右されることが観察されている。しかしながら、不動産を取り巻く社会経済は投資対象の多様化等により拡大傾向にあり、企業の投資不動産保有の決定要因および情報開示に対する投資家の意思決定に変化は生じているものと考えられる。

3.2　仮説設定

前述した先行研究において議論したように、山本（2012）では、投資不動産を保有するこ

とが本業と直接結びつかない製造業では、グループ企業や金融機関による監視圧力を受けるため、経営者が投資不動産を積極的に保有していないことが観察された。また、山本（2015）古川・山本（2018）では、製造業における投資不動産の保有決定要因として研究開発費率が高い企業では投資不動産の保有が控えられることが観察され、投資不動産の保有決定要因と本業事業の集中度が関連していることを発見している。

近年、都心部を中心に地価が上昇、横ばい傾向にある一方で、人口減少や少子高齢化等を背景に地方圏において地価は下降傾向にある。「製造業」における投資不動産（遊休不動産）は地方圏に所在する大規模な工場跡地のような不動産である場合が多い。したがって、「製造業」において、外部からの監視・規律が強い企業、すなわち、外国人持株比率の高い企業では、対外的説明責任が重くなるため、そのような地方圏に所在する投資不動産の保有は控えられているものと考えられる。

また、「建設・運輸・倉庫・不動産業」のような、主たる営業活動による事業収益が不動産によって企業業績に多大な影響を及ぼす企業においては、投資不動産の保有が促進されているものと考えられる。したがって、投資不動産を保有が企業業績に直接貢献する業種では、投資不動産の保有が促進され、売上高についても上昇傾向にあるものと考えられる。ここで、第 4 および第 5 の仮説を設定する。

H4：「製造業」において投資不動産（遊休不動産）を保有している企業では外国人持株比率が小さい。

H5：「建設・運輸・倉庫・不動産業」において投資不動産を保有している企業では売上高変化率が大きい。

利益マネジメントを行う動機は、経営者のもつ私的情報を投資家に追加的に提供するといったものと、株主の効用を犠牲にして経営者の効用を最大化するといった機械主義的なものに分けられる（木村 2016）。財務報告の目的が投資家の意思決定に有用な情報提供であることから、経営者は注記情報を充実させ情報の非対称性を緩和させる。したがって、投資家に対して含み損益情報の信頼性を伝えたいという経営者の動機も考えられる。ここで第 6 の仮説を設定する。

H6：経営者は注記情報の信頼性を担保するため外部の鑑定人評価を採用する。

また、上述したように、近年の人口減少や少子高齢化等を背景とした地方圏における地価については下降傾向にある。そのような中、「製造業」における投資不動産（遊休不動産）は地方圏に所在するものが多数を占めているため、利活用されていない不動産、すなわち遊休不動産を保有している企業に対して投資家はネガティブな反応を示すものと考えられる。ここで第 7 の仮説を設定する。

H7：「製造業」における投資不動産（遊休不動産）保有に対して投資家はネガティブな反応を示す。

3.3　実証分析

本節では、前節の仮説に基づいた分析を行なう。3.3 節(1)の投資不動産の保有決定要因の検証においては仮説 4 及び仮説 5、3.3 節(2)の鑑定人評価の選択動機においては仮説 6、3.3 節(3)の投資不動産時価情報の有用性の検証においては仮説 7、それぞれ仮説に対応した分析を行なう。

(1)　投資不動産の保有決定要因の検証

(a)サンプルおよび分析手法

実証分析に用いるサンプルは、東証一部上場企業のうち山本 (2010) において採用されていた企業 648 社のうち、2018 年においても継続して上場している企業 521 社を本件のサンプルとしている。サンプル企業 521 社のうち、賃貸等不動産の注記情報として開示している企業は 115 社である。なお、財務データ、株価及び TOPIX については「日経 NEEDS 財務データ」「Yahoo!ファイナンス」 より、持株比率データについては「会社四季報」（東洋経済新報社）より収集した。記述統計量および相関係数は以下の表 4-15 および表 4-16 に示している。なお、相関係数について、変数間で強い相関のものはみられない。

ここで投資不動産を保有する企業としない企業の企業属性を比較することにより、投資不動産保有の決定要因を浮き彫りにする。具体的な分析方法として、以下(8)式のトービット回帰分析[84]によって検証作業を行う。

84 被説明変数の正規性を仮定し、最尤法でパラメータを推定する分析で、本件のように被説明変数が 0 もしくは正値の場合に適用が馴染む。係数の符号がプラスであれば、当該説明変数データの増大に応じて

表 4-15　記述統計量

(n=521)

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
Rent/Size	0.0174	0.0000	0.0000	0.5315	0.0551
Ln（Size)	12.1241	11.9848	8.0327	16.7290	1.3223
ROA	0.0365	0.0363	−0.2011	0.1630	0.0322
Directors	0.0072	0.0030	0.0000	0.1090	0.0130
Specific	0.4229	0.4040	0.1720	0.8450	0.1218
Financial	0.2898	0.2996	0.0353	0.5206	0.0989
Foreigner	0.1842	0.1694	0.0076	0.7423	0.1248
Debt	0.5018	0.2916	0.0000	4.6410	0.6470
ΔSales	1.1542	1.1248	0.0000	3.3043	0.2925
R&D	0.0182	0.0118	0.0000	0.1266	0.0208

Rent/Size :賃貸等不動産/総資産、Ln（Size) : Ln（総資産）、ROA :総資産利益率、Directors :役員持株比率、Specific :特定持株比率、Financial :金融機関持株比率、Foreigner :外国人持株比率、Debt :有利子負債比率、ΔSales :売上高変化率、R&D :研究開発費比率

表 4-16　相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩
① *Rent/Size*	1									
② *Ln（Size)*	0.0100	1								
③ *ROA*	0.0098	0.0849	1							
④ *Directors*	0.0822	−0.2221	0.0114	1						
⑤ *Specific*	−0.0954	−0.1634	0.0744	−0.0085	1					
⑥ *Financial*	0.0109	0.3730	0.0872	−0.0879	−0.3852	1				
⑦ *Foreigner*	−0.0862	0.6609	0.1847	−0.2076	−0.1608	0.3158	1			
⑧ *Debt*	0.1109	0.1498	−0.3578	−0.0475	−0.2061	0.0400	−0.0288	1		
⑨ *ΔSales*	−0.0732	0.1725	0.1523	−0.0430	0.0712	0.1676	0.1877	−0.0506	1	
⑩ *R&D*	−0.1783	0.1233	0.1415	−0.1121	0.0022	0.0682	0.3300	−0.0683	0.0757	1

$$Rent/Size = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(Size)_i + \alpha_2 ROA_i + \alpha_3 Directors_i + \alpha_4 Specific_i + \alpha_5 Financial_i + \alpha_6 Foreigner_i + \alpha_7 Debt_i + \alpha_8 \Delta Sales_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

＜変数の定義＞

$Rent/Size$：2018 年度に賃貸等不動産会計基準が非適用のサンプルは「0」が割り当てられ、適用企業については、期末の賃貸等不動産（原価）を総資産で除した数値を採用

$Ln\ (Size)$：2018 年度、各企業の総資産の自然対数変換値

$R\quad O\quad A$：2018 年度、各企業の総資産利益率（当期純利益／総資産）

$Directors$：2018 年度、各企業の役員持株比率

$Specific$：2018 年度、各企業の大株主上位 10 位までと役員持株・自己株式の単純合計の比率

賃貸等不動産の保有が促進される。逆に符号がマイナスであれば、当該説明変数データの増大が賃貸等不動産の保有を抑制する結果となる。また、t 値は分析結果の信頼性を担保する指標である。t 値の大きさによって当該説明変数の有意性が示される。例えば 1%の有意水準にあるとは、誤った判定をする確率が 1%という意味である。一般的に有意水準 10%以下を示す説明変数が重視される。

Financial：2018 年度、各企業の金融機関持株比率

Foreigner：2018 年度、各企業の外国人持株比率

Debt：2018 年度、各企業の有利子負債比率（有利子負債／総資産）

ΔSales：2012 年から 2018 年までの変化率を採用

(b)賃貸等不動産保有の決定要因分析結果

表 4-17 について、2010 年期では、「製造業」では、Ln（総資産）、特定株比率、金融機関持株比率が大きい企業ほど賃貸等不動産の保有が控えられている。一方、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、外国人持株比率、有利子負債比率、売上高変化率が高い企業ほど、賃貸等不動産の保有が促進されている。

表 4-17　東証 1 部上場企業の賃貸等不動産保有の決定要因分析結果（トービット回帰分析）

2010年期	製造業(n=465)		建設・運輸・倉庫・不動産業(n=81)		2018年期	製造業(n=413)		建設・運輸・倉庫・不動産業(n=65)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value		Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	0.7009	2.8440 ***	0.2457	0.2548	*const*	0.0669	0.5430	−0.4802	−1.0440
Ln (Size)	−0.0246	−2.3920 **	−0.0192	−0.5076	*Ln (Size)*	−0.0076	−0.6934	0.0421	0.3860
ROA	−0.1119	−0.4612	−1.6428	−0.9660	*ROA*	0.2136	0.7577	0.6291	0.5483
Directors	−0.0096	−1.3200	0.0126	0.7120	*Directors*	−0.0008	−0.1087	0.0278	1.8150 *
Specific	−0.0022	−3.1960 ***	−0.0015	−0.7534	*Specific*	−0.1062	−1.1910	−0.1548	−0.6849
Financial	−0.0016	−1.7540 *	−0.0008	−0.3149	*Financial*	0.0373	0.3307	0.1607	0.5710
Foreigner	−0.0011	−0.8545	0.0070	1.7870 *	*Foreigner*	−0.1986	−1.7300 *	−0.4243	−1.2710
Debt	0.0217	0.4249	0.4633	3.2100 ***	*Debt*	0.0139	0.9107	0.0716	1.3370
ΔSales	0.0086	0.2539	0.2022	1.7750 *	*ΔSales*	−0.0424	−1.0350	−0.0620	−0.4812
log-likelihood	−67.3959		−2.6925		*log-likelihood*	−63.8659		−9.4812	

（注）*は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準で有意であることを示す。以下の図表全て同じ。

2018 年期における「製造業」では、外国人持ち株比率が小さい企業ほど、投資不動産（遊休不動産）の保有が控えられている。外国人持株比率の高い企業ほど、株主重視の経営になる傾向があるものと考えられ、慎重な投資意思決定のうえで、効率的な事業運営がなされ、投資不動産の保有は控えられ遊休不動産は発生しにくい傾向にあるものと考えられる。また、売上高変化率について有意な数値は得られていないがマイナスの傾向を示している事から、売上高変化率の低い企業ほど、コスト削減を目的とした物流機能のアウトソーシング[85]を背景に遊休化している不動産が増加している可能性も考えられる。

一方、2018 年期における「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、役員持株比率の高い企業

85 製造業では、物流機能を切り離す事例が目立ち、コスト削減を目的とした物流機能のアウトソージングは、運送業・倉庫業における、輸配送・保管・流通加工サービスを一括して受託する 3PL（サード・パーティ・ロジスティクス）事業の拡大に寄与していると指摘される（佐野哲也・井上陽介・長田安代・鳩貝淳一郎 2014）。

ほど投資不動産の保有が促進されている。「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、2010 年期と比較し、売上高変化率および有利子負債比率が有意でなくなっている点から、現在では投資不動産保有の拡大が抑えられ、テナント運営等に対するリスクを意識し、借入による資金調達をしてまで不動産を購入するという傾向が弱まっていることが推察できる。また、売上高変化率について「製造業」と同様に有意な数値は得られていないがマイナスの傾向を示している。「運輸・倉庫業」では、電子商取引の普及により、流通システムの一元化にともない、新たな物流施設等が建設されている[86]。一方で、既存の物流施設については物流拠点の集約化[87]にともない事業の用に供されなくなった不動産が増加している可能性も考えられる。

（C）投資不動産の保有決定要因の追加的分析

前節では、投資不動産保有の決定要因を分析した。製造企業の競争力の最大の源泉は技術であり、その根幹となるのが研究開発活動である（玄場 2015）ことから、「製造業」に限定し、研究開発費の要因を考慮して追加的な分析をおこなった。具体的な方法として、以下(9)式のモデルを設定し、3.4 節(1)において抽出された東証 1 部上場企業の全体サンプル(521 社)のうち製造業サンプル(413 社)についてトービット回帰分析によって検証作業を行う。

$$Rent/Size = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(Size)_i + \alpha_2 ROA_i + \alpha_3 Directors_i + \alpha_4 Specific_i + \alpha_5 Financial_i + \alpha_6 Foreigner_i + \alpha_7 Debt_i + \alpha_8 \Delta Sales_i + \alpha_8 R\&D_i + \varepsilon_i \quad (9)$$

＜変数の定義＞

Rent/Size：2018 年度に賃貸等不動産会計基準が非適用のサンプルは「0」が割り当てられ、適用企業については、期末の賃貸等不動産（原価）を総資産で除した数値を採用

Ln（Size)：2018 年度、各企業の総資産の自然対数変換値

R　O　A：2018 年度、各企業の総資産利益率（当期純利益／総資産）

86 最近の物流施設の具体的な動向については、「ジャパンロジスティックスマーケットビュー2019 年第 1 四半期」を参照。これによると、首都圏大型マルチテナント型物流施設の新規供給が四半期ベースで過去最高となっている。https://www.cbre.co.jp/ja-jp/research-reports/2019100

87「物流施設利用に関するテナント意識調査 2019」では、回答企業の多くが、倉庫の新設・移転などの計画について、物流機能の拡充や合理化に積極的であった。その理由として、「拠点の集約・結合、再編」、の他、「老朽化、使いにくさ」が多く、既存倉庫が、昨今の物流合理化に適していないことを示唆している。https://www.cbre.co.jp/ja-jp/research-reports/2019

Directors：2018 年度、各企業の役員持株比率

Specific：2018 年度、各企業の大株主上位 10 位までと役員持株・自己株式の単純合計の比率

Financial：2018 年度、各企業の金融機関持株比率

Foreigner：2018 年度、各企業の外国人持株比率

Debt：2018 年度、各企業の有利子負債比率（有利子負債／総資産）

ΔSales：2012 年から 2018 年までの変化率を採用

R & D：2018 年度、各企業の研究開発費比率（研究開発費／総資産）

（d）投資不動産の保有決定要因の追加的分析の分析結果

表 4-18　製造業における賃貸等不動産保有の決定要因分析結果（トービット）

2010年期	製造業(n=465)		2018年期	製造業(n=413)	
	Coef.	p-value		Coef.	p-value
const	0.8440	0.0005 ***	*const*	0.1149	0.3610
Ln (Size)	−0.0296	0.0030 ***	*Ln (Size)*	−0.0087	0.4569
ROA	0.0226	0.9104	*ROA*	0.2558	0.3931
Directors	−0.0091	0.1797	*Directors*	−0.0003	0.9701
Specific	−0.0026	0.0004 ***	*Specific*	−0.0013	0.1595
Financial	−0.0020	0.0160 **	*Financial*	0.0237	0.8360
Foreigner	0.0007	0.5077	*Foreigner*	−0.1384	0.2438
Debt	0.0346	0.5275	*Debt*	−0.0049	0.8183
ΔSales	0.0107	0.6447	*ΔSales*	−0.0374	0.3448
R&D	−1.0826	0.0376 **	*R&D*	−1.4233	0.0169 **
log-likelihood	−65.3268		*log-likelihood*	−60.9696	

表 4-18 によると、2010 年期同様に 2018 年期においても研究開発費率は有意に負の数値が得られ、研究開発費比率が低い企業では投資不動産を保有が促進されていることが確認できる[88]。一方で、研究開発費比率の高い企業では、投資不動産（遊休不動産）を保有していないことが確認でき、山本（2015）における投資不動産と研究開発費率の関連性と整合のとれる結果となっている。また、古川・山本（2018）は、減損データに基づいた遊休不動産保有の決定要因に係るプロビット回帰分析[89]を行なっている。その結果、研究開発費率の高い企業では、遊休不動産を保有していないことが確認され、本件の投資不動産（遊休不動産）と研究開発費率の関連性とも整合がとれる結果となっている。つまり、本業事業への集中度の高い企業においては、資金をまわせる余裕度が低く、投資不動産の保有が控えられること

88 本分析では、製造業を対象としているが製造業においても多種多様な分野があり、分野ごとに投資不動産の保有形態も異なることが考えられる。そこで日経業種名に基づいて業種を分類し分析を試みた。結果はすべての業種において 5%水準で負に有意な結果となっている。

89 プロビット回帰モデルは、被説明変数が連続量データではなく、0、1 のダミー変数が採用されることに特徴を有する。企業が遊休不動産を保有している場合に 1 を、保有していない場合に 0 をとり、1 になる確率にどの説明変数がプラスあるいはマイナスの影響を与えるか観察する。

から遊休不動産が発生しにくいと解釈できる。

(2)鑑定人評価の選択動機の分析

(a)サンプルおよび分析手法

賃貸等不動産に関する合理的に算定された価額は、自社における合理的な見積りまたは不動産鑑定士による鑑定評価等として算定するものとされている。本節では、注記で開示された評価が、社外の不動産鑑定士が関与する場合（鑑定人評価）としない場合の社内評価の場合における経営者の選択動機について検証する。

サンプルについては、3.4 節(1)同様に東証 1 部上場企業の全体サンプル企業 521 社のうち、賃貸等不動産の注記情報として開示している企業は 115 社である。記述統計量および相関係数は以下の表 4-19 および表 4-20 に示している。具体的な方法として、以下(10)式のモデルを設定しロジット回帰分析を適用している。

表 4-19　記述統計量

(n=115)

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
Appraiser evaluation	0.5217	1.0000	0.0000	1.0000	0.5017
ROA	0.0366	0.0349	−0.2011	0.1630	0.0329
Tobin,s q	2.2294	1.6812	0.5196	9.1759	1.6138
ΔSales	1.1025	1.0784	0.2869	1.9001	0.2433
Debt	0.1931	0.1738	0.0000	0.5746	0.1456
Ln（Size)	11.9453	11.7365	9.2014	16.7290	1.3911
Foreigner	0.1488	0.1171	0.0127	0.7423	0.1268
Financial	0.2929	0.3057	0.0353	0.5184	0.0947
Corporation	0.2240	0.1767	0.0173	0.7573	0.1519
Δ Land	1.0331	0.9960	0.3522	2.2359	0.2690
Rent/Size	0.0789	0.0441	0.0011	0.5315	0.0945
Profit,Loss/Size	0.0661	0.0294	−0.0345	1.0197	0.1246
Big3	0.7739	1.0000	0.0000	1.0000	0.4201

Appraiser evaluation :評価方法ダミー、ROA :総資産利益率、Tobin,s q :トービンのq、Δ sales :売上高変化率、Debt :有利子負債比率、Ln（Size) :Ln（総資産）、Foreigner :外国人持株比率、Financial :金融機関持株比率、Corporation :一般事業法人持株比率、Δlnad :土地資産変化率、Rent/Size :賃貸等不動産/総資産、Profit,Loss/Size :含み損益/総資産、Big3 :監査法人ダミー

表 4-20　相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬
① *Appraiser evaluation*	1												
② *ROA*	−0.0278	1											
③ *Tobin,s q*	0.1158	0.0061	1										
④ *ΔSales*	−0.1261	0.0826	0.0181	1									
⑤ *Debt*	0.0742	−0.2854	0.1764	−0.0377	1								
⑥ *Ln（Size)*	0.0156	0.0698	−0.0321	0.3101	0.4909	1							
⑦ *Foreigner*	−0.0035	0.1827	−0.1175	0.2854	0.1062	0.7218	1						
⑧ *Financial*	0.0455	−0.1157	0.0165	0.2153	0.2291	0.3481	0.2221	1					
⑨ *Corporation*	−0.1334	0.0107	−0.1197	−0.2058	−0.2012	−0.4049	−0.4948	−0.4781	1				
⑩ *Δ Land*		0.0799	−0.0151	0.3703	−0.0036	0.2493	0.2625	0.2338	−0.3064	1			
⑪ *Rent/Size*	0.0809	0.0247	−0.0011	−0.0548	0.2458	0.1336	0.0095	0.0032	−0.0797	0.0817	1		
⑫ *Profit,Loss/Size*	0.1992	−0.0962	−0.1370	−0.1303	0.0365	−0.0603	−0.0269	0.1506	−0.0016	−0.0407	0.5899	1	
⑬ *Big3*	0.0651	−0.1313	0.0709	−0.0699	0.1791	0.1113	0.0349	0.0273	−0.0910	0.0100	0.0485	0.0841	1

$$Appraiser\ evaluation = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_i + \alpha_2 Tobin,s\ q_i + \alpha_3 \Delta Sales_i + \alpha_4 Debt_i + \alpha_5 Ln(Size)_i + \alpha_6 Foreigner_i + \alpha_7 Financial_i + \alpha_8 Corpration_i + \alpha_9 \Delta Land_i + \alpha_{10} Rent/Size_i + \alpha_{11} Profit, Loss/Size_i + \alpha_{12} Big3_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

＜変数の定義＞

Appraiser evaluation：「評価ダミー」鑑定人評価サンプルには「1」を割り当て、社内評価サンプルには「0」を割り当てる

ROA：2018 年度、各企業の総資産利益率（当期純利益／総資産）

$Tobin,s\ q$：株式時価総額に簿価負債額を加え、簿価総資産額で除した数値を採用する

$\Delta Sales$：2012 年から 2018 年までの変化率を採用

$Debt$：2018 年度、各企業の有利子負債比率（有利子負債／総資産）

$Ln(Size)$：2018 年度、各企業の総資産の自然対数変換値

$Foreigner$：2018 年度、各企業の外国人持株比率

$Financial$：2018 年度、各企業の金融機関持株比率

$Corporation$：2018 年度、各企業の法人持株比率

$\Delta Land$：2012 年から 2018 年までの土地資産の変化を示す変数

$Rent/Size$：2018 年度に賃貸等不動産会計基準が非適用のサンプルは「0」が割り当てられ、適用企業については、期末の賃貸等不動産（原価）を総資産で除した数値を採用

Profit,Loss/Size：2018 年度に賃貸等不動産会計基準の適用企業について、期末の賃貸等不動産（時価）から賃貸等不動産（原価）を控除したものを総資産で除した数値を採用

$Big3$：監査を担当する監査法人の規模に係るダミー変数。「新日本」「トーマツ」「あずさ」の 3 大監査法人については「1」を割り当て、それ以外は「0」を割り当てる

(b) 鑑定人評価の選択動機の分析結果

表 4-21 によると、2018 年期では「一般事業法人持株」が負に有意、「含み損益/総資産」が正に有意な数値となっている。

「一般事業法人持株」が低い企業ほど鑑定人評価を採用している傾向があり、一般事業法人持株比率の高い企業ほどグループ企業間での内部的監視を受けて、経営者によるリスクをとった経営が抑制される環境になることから、規律的な経営者行動がとれているため対外的な説明責任を重視しない傾向にあり内部鑑定評価を採用しているものと考えられる。

「含み損益/総資産」が高い企業ほど社外の鑑定人評価を採用している傾向があり、経営者等は投資家等との対話機会も増加しているため、より客観的な説明を求められる可能性が高い。また、投資家に対して含み損益情報の信頼性を伝えたいという経営者の動機も考えられる。したがって、評価の専門家である不動産鑑定士へ委託することによって合理的に算定された価額を開示するため外部評価を採用していることが考えられる。

2010 年と比較すると、「含み損益額/総資産」が同様に正に有意な数値となり、含み損益規模が大きな企業ほど鑑定人評価を選択する傾向が確認された。これについては前述の通り、投資家に対して含み損益情報の信頼性を伝えたいという経営者の動機も考えられ、鑑定人評価を採用する企業側には意識の変化はないものと推察される。

表 4-21　鑑定人評価の選択動機の分析結果（ロジット）

2010年期	全体(n=204)			2018年期	全体(n=115)		
	Coef.	t-value			Coef.	t-value	
const	-9.7232	-2.1630	**	*const*	0.8672	0.3008	
ROA	-3.9450	-1.0710		*ROA*	1.7561	0.2453	
Tobin,s q	0.9771	0.8910		*Tobin,s q*	0.1671	1.2780	
ΔSales	0.1016	0.2298		*ΔSales*	-1.1255	-1.1610	
Debt	-3.1080	-2.6860	***	*Debt*	-0.4186	-0.2109	
Ln（Size)	0.3730	2.0290	**	*Ln（Size)*	0.2163	0.7606	
Foreigner	-0.0628	-2.7060	***	*Foreigner*	-2.6519	-0.9315	
Financial	0.0057	0.2889		*Financial*	-2.2945	-0.8439	
Corporation	-0.0066	-0.5186		*Corporation*	-3.8756	-2.0360	**
Δ Land	0.0288	1.5880		*Δ Land*	-0.7413	-0.8513	
Rent/Size	0.4282	0.2464		*Rent/Size*	-3.3757	-1.0930	
Profit,Loss/Size	4.3042	2.0970	**	*Profit,Loss/Size*	8.4751	2.4700	**
Big3	0.2572	0.7021		*Big3*	-0.0119	-0.0240	
log-likelihood	-129.6353			*log-likelihood*	-71.63930		
χ^2	22.8272			χ^2	15.9278		
	(鑑定人評価108, 内部評価96)				(鑑定人評価49, 内部評価66)		

(3)投資不動産時価情報の有用性の検証

(a)サンプルおよび分析手法

前節では経営者側の選択動機を検証し、鑑定人評価を採用する企業側には意識の変化はないものと推察された。そこで本節では投資家側の意思決定に変化は生じているのかを検証していく。

会計情報に有用性があるとは、その会計情報に投資家の期待を改定させる力が認められることである。その会計情報により、株価等についての投資家の期待に変化をもたらせば、情報価値を有することになる。

実証的会計研究では、会計情報の有用性を検証するために、各企業の会計数値データと株

式市場の市場価値データとの相関関係を分析する手法が一般的に用いられる。仮にある会計数値が株価との相関が認められるのであれば、当該会計数値には株価説明能力が備わっているため、投資家にとって有用性があると解釈される。

本検証はこの考え方に基づいた、価値関連研究[90]の基本的手法である株価モデルを採用し、モデル構築について、投資有価証券及び投資不動産の時価情報に焦点を定めた実証研究を参考にする。具体的には、桜井・桜井(1999)に準拠し[91]、山本(2010)及び山本(2012)で採用した以下の(11)式のモデルを設定し、3.4 節(1)で抽出された東証 1 部上場企業の全体サンプル(521 社)のうち 2018 年期に注記情報の開示を行ったサンプル(115 社)について回帰分析によって検証作業を行う。投資不動産の時価情報が、純資産簿価に追加して株価説明能力があるのであれば、「一株当たり含み損益額」が有意な変数となるはずである。記述統計量および相関係数は以下の表 4-22 および表 4-23 に示している。なお、相関係数について、変数間で強い相関のものはみられない。

表 4-22　記述統計量

(n=115)

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
Stock price	2332.57	2060.00	213.00	7030.00	1502.22
BPS	1166.22	729.35	125.73	5780.66	1215.13
EPS	187.06	43.99	−100.26	4595.16	521.55
Appraiser evaluation	0.5217	1.0000	0.0000	1.0000	0.5017

Stock price :株価、BPS :一株当たりの純資産、EPS :一株当たりの含み損益、Appraiser evaluation :評価方法ダミー

表 4-23　相関係数

	①	②	③	④
① *Stock price*	1			
② *BPS*	0.2369	1		
③ *EPS*	0.0176	0.3282	1	
④ *Appraiser evaluation*	0.0106	−0.0482	0.0935	1

$$Stock\ price = \alpha_0 + \alpha_1 BPS_i + \alpha_2 EPS_i + \alpha_3 Appraiser\ evaluation_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

90 価値関連研究(Value Relevance Study)とは、企業評価における会計数値の有用性を検証することを目的とした手法で、この手法の基礎は、個々の企業の会計数値データと株式市場の市場価値データとの相関関係を分析するというものである。通常、株価モデルとリターンモデルの 2 つの回帰モデルが用いられ、株価モデルは株価と株主資本簿価ならびに当期利益との関係を検証している。一方、リターンモデルは、株式リターンと当期利益並びにその変化額との関係を検証している。本研究では、この価値関連研究の基本的手法である「株価モデル」を採用し分析を行う。

91 桜井・桜井(1999)は、被説明変数に株価を、説明変数に純資産と有価証券評価損益等を設定したモデルを構築し、銀行業を対象とした分析を行い、有価証券の時価情報の有用性を検証することに成功している。

〈変数の定義〉

Stock price：6 月末時点の株価を採用

B　P　S：各社の有価証券報告書に基づき純資産簿価を発行済み株式総数で除した数値を採用

E　P　S：各社の注記情報より賃貸等不動産の含み損益額を計算し発行済み株式総数で除した数値を採用

Appraiser evaluation：「評価ダミー」各社の注記情報に基づき、社外の不動産鑑定士が賃貸等不動産の評価に関与したケースに「1」を割り当て、社外の不動産鑑定士が評価に関与せず社内評価で対応したケースに「0」を割り当てる

(b)株価モデルの分析結果

表 4-24 によると 2018 年期の全体（115 社）を対象とした分析では、一株当たりの純資産がプラスに有意な数値となった。業種ごとに分析した結果では、「建設業」の一株当たりの含み損益でマイナスに有意な数値が得られた。地価は横ばいまたは若干の上昇傾向にある中、含み損益の数字が必ずしもすぐに資産流動化に繋がるものではないため、投資家はネガティブな反応を示していうものと考えられる。

表 4-24　株価モデルの分析結果

2010年期	全体(n=204)		建設業(n=22)		製造業(n=122)		商業(n=17)		不動産・倉庫・運輸関連・陸運業(n=31)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	6.0518	0.2012	7.9655	0.3466	19.4248	0.4275	-19.5894	-0.2822	159.3260	1.7460
BPS	0.7680	44.6200 ***	0.4187	9.6360 ***	0.8282	13.0500 ***	0.7225	5.9950 ***	0.4450	3.0910 ***
EPS	0.1878	1.8220 *	0.9407	2.9290 ***	-0.2135	-0.8718	-0.8655	-1.4850	0.4212	3.3930 ***
Appraiser evaluation	-5.0635	-0.1296	3.2462	0.1309	-36.9858	-0.7203	56.9358	0.8818	11.7064	0.1447
R2	0.9169		0.8781		0.5960		0.7067		0.6199	
2018年期	全体(n=115)		建設業(n=14)		製造業(n=70)		商業(n=14)		不動産・倉庫・運輸関連・陸運業(n=17)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	1946.8863	8.0013 ***	2013.2732	2.7916 **	1925.0975	5.6008 ***	843.7578	1.5158	2800.9074	3.9012 ***
BPS	0.3235	2.6778 ***	1.1600	1.5934	0.3580	2.3574 **	0.4393	0.9895	0.0535	0.1360
EPS	-0.2047	-0.7250	-9.5503	-1.9420 *	-0.2442	-0.7229	-0.2534	-0.0794	-0.2132	-0.2789
Appraiser evaluation	89.5805	0.3227	-239.0018	-0.3236	90.8808	0.2394	666.7313	0.8650	-42.5105	-0.0524
R2	0.0357		0.2191		0.0358		0.1042		-0.2233	

2010 年期に比較し、2018 年期の「不動産・倉庫運輸・陸運業」では、有意な数値は得られていないが、同様の傾向を示し、一株あたりの含み損益に対しネガティブな反応を示している傾向にある。2010 年期には時価開示されることによる含み損益の期待に投資家はポジティブに反応していたが、現在では、人口減少や少子高齢化を背景に中心市街地における空き家・空き地の増加が深刻な問題となっている中、それら資産の売却等が容易ではない。そのため、投資家もそれら背景を認識しているためネガティブな反応をしている可能性も考えられる。

また、「製造業」では 2010 年期と 2018 年期では有意な数値は得られていないが、同じ傾向を示し、一株あたりの含み損益に対しネガティブな反応を示している傾向にある。「製造業」の保有する投資不動産（遊休不動産）は、地方圏に所在する大規模な工場跡地のような遊休不動産である場合が多い。このような遊休不動産は、大規模敷地であることや土壌汚染のリスク等から流動性が低い不動産となっていることから投資家はネガティブな反応を示している可能性が考えられる。一方、「商業」における投資不動産の多くは都市部に所在し流動性の高い不動産となっている。そのような商業の保有する不動産は、潜在的にキャッシュ・フローを生み出すものが多数の割合を占め流動性が高く、それら不動産を売却等により流動化でき保有規模を縮小できている企業に対し、投資家はポジティブに反応しているものと考えられる。

「評価方法ダミー」については有意な数値は得られなかった。評価方法ダミーが有意ではないことから、投資家は必ずしも外部の鑑定人であることに対し意識していないものと考えられる。また、この傾向は 2010 年期と同様の結果となっており、投資家側の意識に変化はみられない。

3.4　小括

本節の目的は、企業をとりまく不動産事情の変化に焦点を定め、投資不動産保有の決定要因、鑑定人評価の選択動機および投資家に対する時価情報の有用性を明らかにすることであった。

分析の結果、「製造業」では、外国人持株比率、研究開発費比率の高い企業ほど、投資不動産（遊休不動産）を保有しない効率的な経営が促進されていることが確認でき仮説 4 は支持された。また、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率について有意な数値は得られず符号も負であったため仮説 5 は支持されなかった。しかし、2010 年期に比較して、売上高変化率および有利子負債比率が有意でなくなり、その変化が観察された。

鑑定人評価の選択動機については、「含み損益/総資産」が高い企業ほど社外の鑑定人評価を採用している傾向があり、注記として開示される含み損益情報の信頼性を伝えたいという経営者の動機も推察できることから仮説 6 は支持された。また、2010 年と比較すると、「含み損益額/総資産」が同様に正に有意な数値となり、鑑定人評価を採用する企業側には意識の変化はないものと推察される。

一株あたりの含み損益に対し投資家の評価は、「建設業」の一株当たりの含み損益に対し投資家はネガティブな反応を示していた。有意な数値は得られず仮説 7 は支持されていな

いが、ネガティブな反応を示している傾向にあった。

以上の結果より、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率および有利子負債比率に変化があり、現在ではテナント運営等に対するリスク等を背景に投資不動産保有の拡大は抑えられ、借入による資金調達をして不動産を購入するという傾向が弱まっていることが推察でき、不動産活用の新しいビジネスモデル[92]への変化が示唆された。また、一株あたりの含み損益に対し投資家は、ネガティブな反応を示し、資産の売却困難性および資産の有効活用に着目していることが示唆された。

第 4 節　企業不動産の売却アナウンスメントの短期的株価反応に基づいた分析

地価の長期的な下落にあって、企業サイドにおいて土地含み損益を活用した経営は選択肢として採用しにくくなってきている。また会計制度も公正価値を重視した流れとなってきており、企業資産価値の透明性が一段と進化してきている。この流れと呼応するように一般事業会社において CRE が定着しつつあり、経営者は企業価値向上の一手段として戦略的な CRE を行うことが要請されつつある。本節では、CRE の基礎である遊休不動産の売却問題に焦点をあて、遊休不動産の売却が企業経営においてどのような意味を持つのか、また、株式市場ではどのような評価を受けているのかを明らかにすることを目的としている。

4.1　先行研究

本節では、「企業が不動産を購入・売却した場合の株価への影響を分析した研究」をレビューする。企業が、不動産を購入する動機には、新たな投資機会を見つけ事業を拡大したいということが主なものとして考えられる。事業を拡大することにより、将来キャッシュ・フローの現在価値が当該不動産の購入金額を上回ると投資家が評価すれば、それが、株価に反映し、正の株価反応が得られる。米国における不動産の購入を公表した企業の株価反応に着目した実証研究の分析結果は、株価に対する影響が認められなかったケースが有力となっている。Owers and Rogers(1986)がある。彼らは、1968 年から 1981 年までの 16 サンプルに基づきイベント・スタディを実施したところ、公表日における正の異常収益率が見られたが有意性は確認できなかった。さらに、Glascock *et al.*(1989)と Booth *et al.*(1996)も正の異常収益率を有意に確認できなかったとしている。このうち、Glascock *et al.*(1989)は、

92 麻（2019）によると近年の空き家・空き地増加にともない不動産ストック有効活用に取り組む企業が増加してきている。その成功事例から、クラウドファンディングを活用した不動産再生の取り組みもみられる。

1981 年から 1986 年までの 70 のサンプルを分析対象とした。しかし、不動産購入企業の株価に正の異常収益率は有意水準で確認できなかった。また Booth *et al.*(1996)は、1980 年から 1989 年までの 94 のサンプルを対象とした分析を試みたが、同じく正の異常収益率は確認できなかった。このように、不動産の取得は、必ずしもそれが強く企業価値の上昇に結びつかないことが示唆されている。近年の研究として Hwa(2007)がある。この研究は、マレーシアにおける一般事業会社の不動産購入と当該購入企業の株価反応に焦点を定めたものである。分析期間は、アジア金融危機以前の 1992 年から 1996 年までの 95 サンプルと金融危機後の 1997 年から 2001 年までの 72 サンプルの 2 期間を設定し、好況時と不況時とでは株価反応が異なるかどうかを検証している。検証の結果は、好況時には正の異常収益率を有意に確認されたが、不況時には負の異常収益率が有意に確認される結果となり好対照を示した。Hwa(2007)の分析結果は、米国の結果とは大きく異なったが、この背景には、アジアの発展途上国にみられる固有の要因もあると推測される。

不動産の売却も、企業不動産マネジメントにおいて、企業が選択する重要な経営方針である。不動産の保有コストに着目した場合に、それが過大となっている場合には、当該不動産を売却し、得た資金を新たな事業投資にふりむけることが合理的と判断される場合が多い。すなわち、不効率な状態にある不動産を売却することで、得た資金をより多くの将来キャッシュ・フローが見込める事業に投資をすることが、結果的に企業価値を高めることにつながるのである。企業の「選択と集中」に基づいた企業行動が市場で評価されていると考えられる。このような視点からの米国での実証研究が散見される。具体的には、Owers and Rogers(1986)、Glascock *et al.*(1989)、Glascock *et al.*(1991)、Myer *et al.*(1992)などが該当する。これらの研究に共通していることは、不動産売却の公表は株価に対して、いずれも正の影響を与えていることである。Owers and Rogers(1986)は、1968 年から 1981 年までの 55 のサンプルを対象にした分析では、売却企業の株価に有意な正の異常収益率を確認することができた。Glascock *et al.*(1989)は、1985 年から 1986 年までの 9 という少数サンプルであった正の株価反応があったとした。さらに、Glascock *et al.*(1991)では、1971 年から 1986 年までの 51 サンプルを対象とした分析では、有意に正の異常収益率が確認できたとしている。このように不動産購入の場合と比較して、やや温度差が認められる。また、Hwa(2006)は Hwa(2007)の関連研究として、マレーシアの不動産売却企業の株価反応に関する分析を行っている。分析の基本的フレームは Hwa(2007)と同様であり、アジア金融危機前後での比較を行っている。分析結果は、好況時の不動産売却は正の株価反応が確認されるが、

不況時は逆となり負の株価反応を確認することとなった。

以上のとおり、必ずしも十分な先行研究は存在しないが、不動産の購入は証券市場に対して影響を与えにくいが、売却については正の株価反応を引き起こしやすいことが考えられる。

4.2 仮説設定

遊休不動産を含んだ企業不動産の購入・売却は、CRE の基本的活動に位置づけられ、当該経営行動の証券市場での評価について関心が持たれている。これについて米国の先行研究の多くは、企業不動産の購入は株価に影響を与えず、売却は正の影響を与えることを明らかにしている。日本においても、地価の長期的下落や土壌汚染問題等を背景に不動産はリスク資産とみなされており、将来キャッシュ・フローに直接結びつかない限り、その購入は投資家に評価されないと考える。また、売却については、企業財務内容が安定化するため、投資家はポジティブな反応を示すものと考える。ここで第 8 の仮説を設定する。

H8：企業にとってリスク資産である遊休不動産の売却に対し投資家はポジティブな反応を示す。

4.3 分析方法および調査方法

不動産売却のアナウンスメントが行われると、公表企業の株価が影響を受ける可能性がある。本節は、この株価の変化に焦点を定め、分析手法としてイベント・スタディを採用する。

表 4-25　サンプルの概要

大分類		東証33業種		用途	所在	面積(㎡)
水産・農林業	0	水産・農林業	0			
鉱業	0	鉱業	0			
建設業	0	建設業	0			
製造業	47	食料品	11	遊休不動産、工場跡地	大田区、尼崎市、伊丹市、大阪府茨木市、京都市、牧之原市、札幌、千葉市	6.3ha、8.5万、8.3万、2.3万、2.2万
		繊維製品	3	遊休不動産、工場跡地	枚方市、岡崎市	2.5万
		パルプ・紙	1	工場跡地	名古屋	
		化学	8	遊休不動産、工場跡地	大阪、鎌倉、静岡、インドネシア	7.5万、4.32万
		医薬品	4	遊休不動産、工場跡地		
		石油・石炭製品	1	本社ビル跡地	港区	
		ゴム製品	0			
		ガラス・土石製品	3	遊休不動産、本社敷地の一部、事業センター	千葉市、厚木市、北九州	9.6万、4万
		鉄鋼	3	遊休不動産、工場跡地	大阪市西淀川区	6万、2万
		非鉄金属	1	遊休不動産		
		金属製品	1	工場跡地		
		機械	2	遊休不動産、工場跡地	宝塚市	8.68万
		電気機器	5	遊休不動産、工場跡地	八王子市、横浜市、堺市、、岐阜県美濃加茂市、香港、米国	30万、9.7万、1万
		輸送用機器	2	工場予定地、本社工場の一部、体育館、駐車場	熊谷市、広島市南区(本社工場、体育館)山口県防府市(駐車場)	8.6万、6.1万
		機密機器	0			
		その他製品	2	遊休不動産、工場跡地	平塚市、北区	1.2万
商業	3	卸売業	3	遊休不動産	港区	622
		小売業	0			
金融保険業	0	銀行業	0			
		証券・商品先物取引業	0			
		保険業	0			
		その他金融業	0			
不動産業	0	不動産業	0			
運輸・情報通信業	1	陸運業	1	遊休不動産		
		海運業	0			
		空運業	0			
		倉庫・運輸関連	0			
		情報・通信業	0			
電気ガス業	2	電気ガス業	2	遊休不動産、工場跡地	石狩市	
サービス業	1	サービス業	1	遊休不動産		
合計	54		54			

実証分析に用いるサンプルは、2010 年 1 月 1 日から 2018 年 7 月 11 日までの日経各種（日本経済新聞朝刊、夕刊、日経産業新聞、日経 MJ、日経金融新聞、日経プラスワン、日経マガジン）で取り上げられた遊休不動産売却に係る記事を対象として抽出している。

調査方法は、日経テレコンより「遊休不動産　売却」「遊休地　売却」「工場跡地　売却」それぞれのキーワード検索を行い、検索結果の記事より遊休不動産売却に係る記事を調査し、そのうえで、遊休不動産売却や工場跡地売却等の売却情報を把握できるものをサンプルとしている。

検索結果は「遊休不動産　売却」45 件「遊休地　売却」183 件「工場跡地　売却」181 件、合計 409 件のうち、売却情報が把握できる記事 110 件であった。その中から、東証 1 部上場企業であること、株価の取得が可能であること、同企業の売却情報の場合には直近の売却情報であることを条件に最終サンプルは 54 件となっている。当該最終サンプル 54 件について財務データ、株価及び TOPIX については、「日経 NEEDS 財務データ」「Yahoo!ファイナンス」 より、持株比率データについては「会社四季報」（東洋経済新報社）より収集した。

サンプルの属性は表 4-25 のとおりである。製造業 47 件、商業 3 件、運輸・情報通信業 1 件、電気ガス業 2 件、サービス業 1 件となっている。記述統計量および相関係数は以下の表 4-26 および表 4-27 に示している。なお、相関係数について、変数間で強い相関のものはみられない。

表 4-26　記述統計量

（n=54）

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
Ln(Size)	13.1962	13.4105	10.1248	16.5777	1.5254
IMP_S	0.0395	0.0271	0.0000	0.4679	0.0650
Debt	0.1798	0.1636	0.0000	0.5413	0.1518
ROA	0.0379	0.0326	−0.1123	0.2268	0.0440
Land	0.0819	0.0696	0.0000	0.2277	0.0623
Corporation	0.1669	0.1486	0.0125	0.7573	0.1317
Financial	0.3049	0.3129	0.0353	0.5114	0.1020

Ln（Size）: Ln（総資産）、IMP__S：減損規模、*Debt：有利子負債比率*、*ROA：総資産利益率*、*Land:土地資産比率*、*Corporation：一般事業法人持株比率*、*Financial：金融機関持株比率*、

表 4-27　相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
① *Ln(Size)*	1						
② *IMP_S*	−0.0868	1					
③ *Debt*	0.1892	−0.0022	1				
④ *ROA*	−0.0573	0.0414	−0.5145	1			
⑤ *Land*	−0.2890	0.2588	0.2345	−0.2274	1		
⑥ *Corporatio*	−0.4744	0.5311	−0.0191	−0.0350	0.4386	1	
⑦ *Financial*	0.3225	−0.3067	0.4186	−0.0563	−0.0272	−0.5410	1

分析方法は、前記「2.3」に準拠する。CAR を計測した上で、 次のステップとして、以下の(12)式に基づいた回帰分析を行う。

$$CAR(a,b)_i = \alpha_1 + \alpha_2 Ln(Size)_i + \alpha_3 IMP_{S_i} + \alpha_4 Debt_i + \alpha_5 ROA_i + \alpha_6 Land_i + \alpha_7 Financial_i + \alpha_8 Corporation_i\ s + \varepsilon_i \quad (12)$$

〈変数の定義〉

$Ln(Size)$: 2015 年度、総資産額の自然対数変換値を採用する。資産規模が大きい企業ほど、社会的注目度が高く、社外からの監視圧力が高まる

IMP_S: 2007 年から 2015 年に計上された減損額の合計額を 2015 年度の総資産で除した数値

$Debt$: 2015 年度、各企業の有利子負債比率。利子返済が必要となる部分に着目し、同比率が高くなるほど金融機関との関りが深いと考えられる

ROA: 2015 年度、各企業の利益を総資産で除した数値を採用する

$Land$: 2015 年度、各企業の土地資産額を総資産額で除した数値を採用する

$Corporation$: 2015 年度、各企業の一般事業法人持株比率。一般事業法人持株比率が高い企業業ほど株式持合いが進むため、外部からの監視・規律が弱く経営者にとって安定的であることで、経営者裁量性の高い環境で経営が行われる可能性がある

$Financial$: 2015 年度、各企業の金融機関持株比率。金融機関持株比率が高い企業ほど金融機関からの監視・規律が強くなるため、経営判断が慎重となる

4.4 分析結果

有利子負債比率および売却額比率に係る CAR の分析結果は以下の図 4-2 および図 4-3 に示している。

有利子負債比率で区分した結果によると、公表日までの推移に顕著な差がみられ、有利子負債比率の高い企業グループほど公表日までの CAR の上昇率の推移は高くなっている。投資家は財務的な不安定要素を抱えている企業が、遊休不動産等の売却を公表することで売却後の資金の流動化による新規事業への展開や負債返済による安定的な財務基盤が構築されることに対しポジティブな反応を示していると考えられる。また、有利子負債比率の低い企業グループについては、イベント期間全体を通して上昇傾向にある。有利子負債比率の低い企業では財務的な不安定要素が少ないためポジティブな反応を示しているものと考えら

れる。また、CAR０についても有利子負債比率の高い企業に比較して若干ではあるが上昇率が高く、遊休不動産の売却を公表することで投資家は資金の流動化による新規事業への展開等についてポジティブな反応を示していると考えられる。

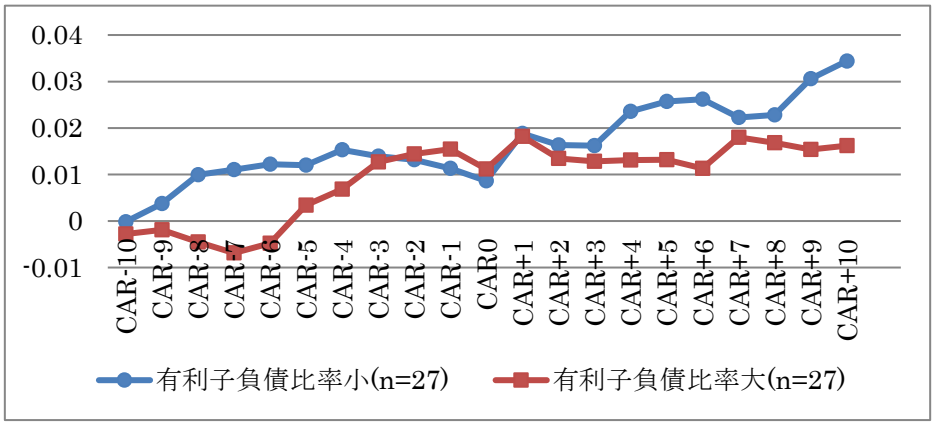


図 4-2　有利子負債比率の違いに着目した CAR の推移

売却額比率[93]で区分した結果によると、売却額比率の高い企業グループでは CAR0 の上昇幅がおおきくなっている[94]。売却額比率が大きい企業グループでは資産に対する売却額が大きいため、債務の返済のみならず、本業以外にも資金を回せる余裕度がみこめ新規事業の展開による収益性の向上が見込めるため、投資家はポジティブに捉えているものと考えられる。一方、売却額比率の低い企業グループでは、公表日前後で多少の減少傾向はみられるものの、イベント期間を通してポジティブな反応がみられるため、売却額比率の低い遊休不動産に対して影響は少ないものと考えられる。

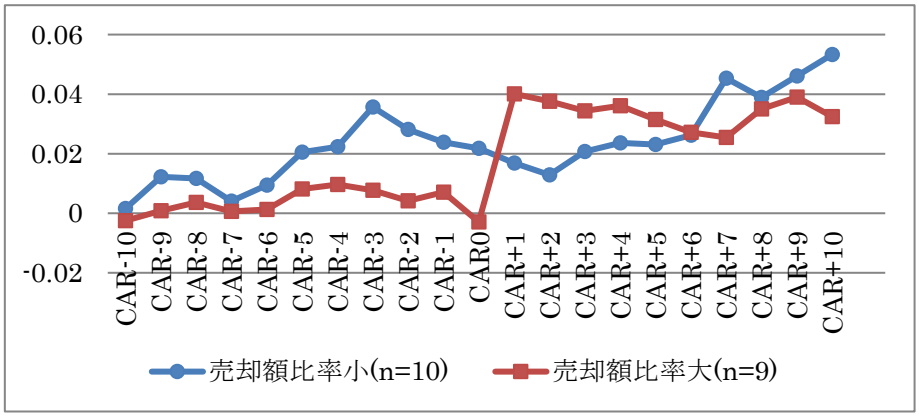


図 4-3　売却額比率の違いに着目した CAR の推移

93 売却額比率は売却情報が公開されている企業の遊休不動産売却額を総資産で除した数値を採用している。

94 売却額比率の CAR について t 検定を行った結果、売却額比率の大きい企業グループでは CAR＋１が 10%水準で有意な数値となっている。

次に、上記で計測されたCARを被説明変数とした(12)式の回帰分析結果は表4-28のとおりである。

IMP_Sについて、(-1,0)(-1,1)(0,1)(-2,0)(-2,1)(-2,2)で有意な数値が得られ、減損規模が大きい企業ほどマイナスの傾向を示している。投資家は減損規模が大きい企業が遊休不動産売却情報を公表しても、有効活用されずに遊休不動産となってしまっていた、つまり投資の失敗に対しネガティブな反応を示しているものと考えられる。

Debtについて、(-5,0)で有意な数値が得られ、有利子負債比率の大きい企業ほどプラスの傾向を示している。投資家は財務的な不安定要素を抱えている企業が、遊休不動産等の売却を公表することで売却後の資金の流動化による新規事業への展開や負債返済による安定的な財務基盤が構築されることに対しポジティブな反応を示しているものと考えられる。

Corporationについて、(-1,0)(-1,1)(-2,0)(-2,1)(-2,2)で有意な数値が得られ、法人持株比率が大きい企業ほどプラスの傾向を示している。山崎（2017）によると、閉鎖済の事務所や工場において帳簿価格が時価と剥離しているケースでは、売却に伴う含み益の実現により企業決算に多大な影響がでることになる。また、決算対策として本業の赤字と相殺するために含み益のある不動産を処分して特別利益を出すケースもある[95]。それらの事業用不動産の売却等に際して、情報の秘匿性を求められることもある。一般事業法人持株比率の高い企業ほど、関係会社との結びつきが強く、関係会社に不動産業務を担う企業がある場合、情報の秘匿性が保たれ、流動性の低い工場跡地等の売却[96]についても内部的に処理が進められるため、資産効率および資金効率を高められるものと考えられる。したがって、一般法人持株比率の大きい企業ほど、情報の秘匿性が保たれ、流動性の低い工場跡地等の処分が外部のアドバイザーを介さずにスムーズに進められることができ、それらの売却情報の公表やそれに伴う特別利益の計上により株価への影響が大きいものと考えられる。

Financialについて、(-5,0)で有意な数値が得られ、金融機関持株比率が大きい企業ほどマイナスの傾向を示している。金融機関の監視・規律が強い企業ほど、遊休不動産を保有していた事実に対しネガティブな反応を示しているものと考えられる。

---

95 本節における一般事業法人持株比率の高い企業ではサンプル28件中16件が遊休不動産、工場跡地等の売却による特別利益が発生する等の公表をしている。

96 工場跡地を売却しているケースは、一般事業法人持株比率の高い企業がその割合が高く、一般事業法人持株比率の低い企業では27件中9件、一般事業法人持株比率の高い企業では28件中19件であった。また、それらの企業を個別に調査したところ、グループ企業内や関係会社に不動産事業を展開している割合が高かった。

以上一連の結果より、遊休不動産が有効活用されていない等、投資の失敗に対しては深刻にとらえるが、売却して資金の流動化が見込める場合等にはポジティブな反応を示すものと考えられる。

表 4-28　遊休不動産の売却にかかる CAR を被説明変数とした回帰分析結果

分析モデル:(12)式																	(n=54)
	const		*Ln(Size)*		*IMP_S*		*Debt*		*ROA*		*Land*		*Corporation*		*Financial*		
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	R2
(-1,0)	-0.072	-1.475	0.004	1.350	-0.131	-1.708*	-0.020	-0.535	0.032	0.281	0.092	1.159	0.001	1.866*	0.000	-0.297	0.161
(-1,1)	0.007	0.112	0.000	-0.003	-0.252	-2.412**	-0.020	-0.392	0.144	0.938	0.008	0.073	0.001	1.772*	-0.001	-0.654	0.213
(0,1)	0.051	0.881	-0.003	-0.680	-0.194	-2.139**	0.007	0.169	0.177	1.327	-0.042	-0.445	0.001	1.349	-0.001	-1.063	0.229
(-2,0)	-0.071	-1.318	0.004	1.099	-0.145	-1.701*	0.001	0.030	0.068	0.543	0.024	0.270	0.001	1.890*	0.000	-0.041	0.112
(-2,1)	0.008	0.115	0.000	-0.094	-0.265	-2.381**	0.001	0.025	0.180	1.099	-0.060	-0.523	0.001	1.817*	0.000	-0.438	0.192
(-2,2)	-0.026	-0.346	0.000	0.092	-0.269	-2.277**	-0.007	-0.130	0.211	1.216	-0.097	-0.791	0.002	2.358**	0.000	0.102	0.208
(-5,0)	-0.058	-0.975	0.006	1.616	-0.074	-0.800	0.085	1.896*	-0.031	-0.224	-0.033	-0.344	0.000	0.741	-0.001	-1.701*	0.202
(-5,5)	0.015	0.167	0.003	0.565	-0.228	-1.628	0.036	0.532	-0.032	-0.156	-0.147	-1.014	0.001	1.261	-0.002	-1.477	0.161

4.5　小括

本節の目的は、CRE の基礎である遊休不動産の売却問題に焦点をあて、遊休不動産の売却が企業経営においてどのような意味を持つのか、また、株式市場ではどのような評価を受けているのかを明らかにすることであった。

分析の結果、有利子負債比率や売却額比率の高い企業では株価はポジティブな反応を示した。投資家は売却後の資金の流動化による新規事業への展開や負債返済による安定的な財務基盤が構築されることに対しポジティブな反応を示していると考えられる。また、減損規模が大きい企業ほどマイナスの傾向を示し、投資家は減損規模が大きい企業が遊休不動産売却情報を公表しても、有効活用されずに遊休不動産となってしまっていたと捉えネガティブな反応を示しているものと考えられる。さらに、一般法人持株比率の大きい企業ほどポジティブな反応を示し、情報の秘匿性が保たれ、流動性の低い工場跡地等の処分が外部のアドバイザーを介さずにスムーズに進められることができ、それらの売却情報の公表やそれに伴う特別利益の計上により株価への影響が大きいものと考えられる。

以上一連の結果より、仮説 8 は支持され、遊休不動産が有効活用されていない等、投資の失敗に対しては深刻にとらえるが、売却して資金の流動化が見込める場合等にはポジティブな反応を示すものと考えられる。

第 5 節　まとめ

第 4 章の目的は、減損会計基準および賃貸等不動産会計基準の開示情報が株式市場に与える影響、投資不動産保有の決定要因、鑑定人評価の選択動機および遊休不動産の売却効果を明らかにし、企業不動産情報の開示内容、特に土地等の遊休不動産情報について検討する

ことであった。

近年、企業活動や資本市場のグローバル化、会計基準の国際的動向を背景に公正価値会計が拡大し、企業不動産に関連する会計制度である減損会計基準や賃貸等不動産会計基準等が適用されている。これらの会計制度は、企業不動産の含み損や含み益を顕在化させるものであり、企業不動産の価格変動が財務情報およびその開示情報等に影響を与えるようになってきた。

そこで、減損会計基準にかかる分析では、「製造業」と「商業」を対象に減損会計適用のアナウンスに基づいたイベント・スタディによる短期株価変動検証の分析を行なった。次にイベント・スタディで計測された累積異常収益率（CAR）に作用する要因を計量的に明らかにするOLS回帰分析を行なった。

その結果、「製造業」については、公表日前後において有利子負債比率の高い企業ほど大きくマイナスとなる傾向を示し、有利子負債比率の高さと株価に負の相関を示唆する結果となった。また、土地資産に対し投資家は高い情報価値を認め、資産内容により区分をした分析結果では、遊休資産についてイベント期間の大部分でマイナスに有意な数値が得られ、事業用資産に比較して遊休資産の反応がより強く観察された。さらに処分（売却）資産については売却の意思決定に対してポジティブな反応を示している。

一方、「商業」については、有利子負債比率の高い企業ほどプラスに有意な数値が得られ、有利子負債比率の高さと株価に正の相関を示唆する結果となった。また、土地資産、遊休資産、処分予定資産については有意な数値は得られなかったが、その傾向としては「製造業」とは対照的な結果となった。

以上より、「製造業」では、投資家にとって情報有用性のある処分予定（売却）資産は、処分した場合に負債等を圧縮させ財務基盤の安定性を向上させるため株価はポジティブな反応を示していると考えられる。また、不採算店舗等が自社所有物件の場合等には、遊休状態となるリスクが高く、さらに流動化が見込めない場合には減損対象資産となる蓋然性が高くなるため遊休状態は望ましくないものと考えられる。しかし、「商業」では投資に保守的な企業、すなわち有利子負債比率の低い企業が処分（売却）する意思決定に対し投資家は、保有不動産の位置、規模等の立地特性の関係性や事業基盤の縮小と捉え、株価はネガティブに反応しているものと考えられる。

前述したとおり、「製造業」と「商業」の間には資産の特性にも着目している投資家行動の差異が観察された。業種による財務体質の違いから、「製造業」について投資家は、有利

子負債比率の高さにくわえ流動性の低い遊休資産の存在を深刻にとらえているものと考えられる。一方で「商業」について、遊休資産は流動性が高いものが多いため有利子負債比率の高さとの関係性が投資家行動へ与える影響は小さいものと考えられる。

また、賃貸等不動産会計基準にかかる分析では、投資不動産保有の決定要因、鑑定人評価の選択動機および投資家に対する時価情報の有用性について、それぞれトービット回帰分析、ロジット回帰分析、OLS 回帰分析により 2010 年期と 2018 年期の比較分析を行った。

その結果、「製造業」では、外国人持株比率、研究開発費比率の高い企業ほど、投資不動産（遊休不動産）を保有しない効率的な経営が促進されていることが確認された。また、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率について有意な数値は得られなかったが、2010 年期に比較して、売上高変化率および有利子負債比率が有意でなくなり、その変化が観察された。

鑑定人評価の選択動機については、「含み損益/総資産」が高い企業ほど社外の鑑定人評価を採用している傾向があり、注記として開示される含み損益情報の信頼性を伝えたいという経営者の動機も推察できた。また、2010 年期と比較すると、「含み損益額/総資産」が同様に正に有意な数値となり、鑑定人評価を採用する企業側には意識の変化はないものと推察される。

一株あたりの含み損益に対し投資家の評価は、「建設業」の一株当たりの含み損益に対し有意な数値は得られなかったが、投資家はネガティブな反応を示している傾向にあった。

以上の結果より、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率および有利子負債比率に変化があり、現在ではテナント運営等に対するリスク等を背景に投資不動産保有の拡大は抑えられ、借入による資金調達をして不動産を購入するという傾向が弱まっていることが推察でき、不動産活用の新しいビジネスモデルへの変化が示唆された。また、一株あたりの含み損益に対し投資家は、ネガティブな反応を示し、資産の売却困難性および資産の有効活用に着目していることが示唆された。

また、遊休不動産の売却が企業経営においてどのような意味を持つのか、株式市場ではどのような評価を受けているのかを明らかにすることを目的とし、イベント・スタディで計測された累積異常収益率（CAR）に作用する要因を計量的に明らかにする OLS 回帰分析を行なった。

その結果、有利子負債比率や売却額比率の高い企業では株価はポジティブな反応を示した。投資家は売却後の資金の流動化による新規事業への展開や負債返済による安定的な財

務基盤が構築されることに対しポジティブな反応を示していると考えられる。また、減損規模が大きい企業ほどマイナスの傾向を示し、投資家は減損規模が大きい企業が遊休不動産売却情報を公表しても、有効活用されずに遊休不動産となってしまっていたと捉えネガティブな反応を示しているものと考えられる。さらに、一般法人持株比率の大きい企業ほどポジティブな反応を示し、情報の秘匿性が保たれ、流動性の低い工場跡地等の処分が外部のアドバイザーを介さずにスムーズに進められることができ、それらの売却情報の公表やそれに伴う特別利益の計上により株価への影響が大きいものと考えられる。

以上の結果より、遊休不動産が有効活用されていない等、投資の失敗に対しては深刻にとらえるが、売却して資金の流動化が見込める場合等にはポジティブな反応を示すものと考えられる。

第 4 章の主要な貢献は、減損損失および賃貸等不動産の開示内容を検証することによって、遊休不動産情報に対し投資家は高い情報有用性[97]を認めている事の発見である。また、投資不動産の保有決定要因の変化、外部鑑定人の選択動機および企業の抱える投資不動産に対する投資家評価に温度差があることの発見である。さらに、企業のガバナンス状況と情報の秘匿性の関係が企業価値へ寄与する事の発見である。これらの検証結果から、遊休不動産情報により投資家等利害関係者は企業に対するリスク判断の根拠として活用できると考える。また、経営者や CRE 担当部署においては、財務構成の見直しやガバナンスの強化をすることで効率的な経営指針の策定などの根拠として活用できると考える。

投資家は資産内容、特に土地等、遊休不動産情報に対し情報有用性を認めていることが観察されたが注記情報開示には企業ごとにばらつきが目立つ。したがって、減損損失の注記において保有する資産を明確に把握できるよう示すことで、透明性の高い情報開示となることが考えられる。また、企業は遊休不動産活用の新しいビジネスモデルへの対応が求められているものと考える。次章の第 5 章「非財務情報の活用可能性」では、非財務情報に着目し環境経営度調査による検証を行い、産業別に環境経営促進企業の企業特性と市場での反応を検討する。

97 会計情報の利用者が判断や意思決定を行うに際して、情報の識別・認識・理解に役立つこと。

【参考文献】

[1]Barth, M.E. and G.Clinch(1998)”Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and non Market-based Estimates”*Journal of Accounting Research*, Vol.36, No.3, pp.199-233.

[2]Booth, G.G., J.L.Glascock, and S.K.Sarkar(1996) “A Reexamination of Corporate Sell-Offs of Real Estate Assets” *Journal of Real Estate Finance and Economics* Vol.12, No.2, pp.195-202.

[3]Brown, P., H.Y.Izan and A.L.Loh(1992)”Fixed Asset Revaluations and Managerial Incentives”*ABACUS*, Vol28, No.1, pp.36-57.

[4]Bunsis, H. (1997) “A Description and Market Analysis of Write-off Announcements,” *Journal of Business Finance&Accounting* 24(9&10), pp.1385-1400.

[5]Chao, C. L. (2006) “An examination of SFAS No.35: Adoption timing motives, write-off characteristics, and market reaction,” *The International Journal of Accounting Studies,* Special Issue, pp.77-120.

[6]CBRE「RESEARCH AND REPORTS」https://www.cbre.com/research-and-reports

[7]Cotter, J. and S.Richardson(2002)” Reliability of Asset Revaluations:The Impact of Appraiser Independence,” *Review of accounting Studies*, Vol.7, No.4, pp.435-457.

[8]Elliott, J., and W. Shaw. (1988)“Write-offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions,” *Journal of Accounting Research* 26(Supplement), pp.91-119.

[9]Francis, J., D. Hanna, and L. Vincent (1996)“Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs,” *Journal of Accounting Research* 34(Supplement), pp.117-134.

[10]Glascock, J., D.Wallace, and C.F.Sirmans(1989) “An Analysis of the Acquisition and Disposition of Real Estate Assets” *Journal of Real Estate Research*Vol.4, No.3, pp.131-140.

[11]Glascock, J., D.Wallace, and C.F.Sirmans(1991) “The Gains from Corporate Selloffs:The Case of Real Estate Assets” *AREUEA Journal* Vol.19, No.4, pp.567-582.

[12]Hwa, T.K.(2006) “Impact of the Asian Financial Crisis on Corporate Real Estate Disposals” *Journal of Corporate Real Estate* Vol.8, No.1, pp.27-37.

[13]Hwa, T.K.(2007) “Impact of the Asian Financial Crisis on Corporate Real Estate Acquisitions” *Journal of Corporate Real Estate*Vol.9, No.4, pp.239-256.

[14]McConnell.J.J and H.Servaes(1990) “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value” *Journal of Financial Economics* Vol.27, No.2, pp.595-612.

[15]Minnick, Kristina, (2011)“The role of corporate governance in the write-off decision,”*Review of Financial Economics* 20(4), pp.130-145.

[16]Muller,K.A.III and E.J.Riedl(2002)”External Monitoring of Property Appraisal Estimates and Information Asymmetry”*Journal of Accounting Research*,Vol.40,No.3,pp.865-881.

[17]Myer,F.C.,L.He,and J.Webb(1992) “Sell-Offs of U.S. Real Estate: The Effect of Domestic Versus Foreign Buyers of Shareholder Wealth” *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* Vol.20,No.3,pp.487-500.

[18]Owers,J.E.,and R.C.Rogers(1986) “The Divestiture of Real Estate Assets by Sell-Offs.”*Real Estate Issues*Vol.11,No.1,pp.29-35.

[19]Paugam, L., and O. Ramond (2015)“Effect of Impairment-Testing Disclosures on the Cost of Equity Capital,”*Journal of Business Finance and Accounting* 42(5&6), pp.583-618.

[20]Riedl, E. J. (2004)“An Examination of Long-lived Asset Impairments,”*The Accounting Review* 79(3), pp.823-852.

[21]Sharp, I. G. and R. G. Walker (1975)“Asset Revaluations and Stock Market Prices,” *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.293-310.

[22]Standish, P. E. M. and S. I. Ung (1982)“Corporate Signaling, Asset Revaluations and the Stock Prices of British Companies,”*The Accounting Review* 57(4), pp.701-715.

[23]Storong, J. S. and J. R. Meyer. (1987)“Asset Writedown : Managerial Incentives and Security Returns,”*Journal of Finance* 42(3), pp.643-661.

[24]Zucca, L. J. and D. R. Campbell (1992)“A Closer Look at Discretionary Writedowns of Impaired Assets,”*Accounting Horizons* 6(2), pp.30-41.

[25]石塚博司(2006)『実証会計学』中央経済社

[26]稲村由美(2020)「財務上の特約と社債管理者によるモニタリングに関する考察」『産業経理』第 80 巻第 1 号、pp.169-178.

[27]榎本正博(2007)「減損会計基準の適用における利益マネジメント―早期適用企業を用いた分析―」『管理会計学』第 15 巻第 2 号、 pp.41-56.

[28]勝田英紀・馬文傑・大川雅也(2008)「減損会計基準の早期適用の株価効果分析」『大阪大学経済学』第 57 巻第 4 号、pp.46-61.

[29]木村晃久(2015)「減損損失の認識頻度とタイミングの企業間差異」『横浜経営研究』第 36 巻第 1 号、pp.105-132.

[30]木村晃久(2016)「減損会計研究の最新動向」、『企業会計』第 68 巻第 10 号、pp. 6-7.

[31]玄場公規(2015)「製造企業のサービス化と研究開発の収益性」、『年次学術大会講演要旨集』第 30 巻、pp. 67-70.

[32]国土交通省(2014)「地方都市における遊休不動産の利活用促進に関する調査」http://tochi.mlit.go.jp/wp-content/uploads/2014/06/d847b30d34f5c51a2a885bbeb90a3fa4.pdf

[33]胡丹・車戸祐介(2012)「日本における減損会計に関する実証分析」『会計プログレス』第 13 巻、pp. 43-58.

[34]小林直樹(2008)「減損会計に関する実証研究：早期適用企業群と強制適用企業群に対する株価反応を中心として」東北大学大学院博士論文

[35]桜井久勝・桜井貴憲(1999)「金融商品の時価情報と企業評価－東証上場銀行の実証分析－」『国民経済雑誌』第 179 巻第 5 号、pp. 29-42.

[36]佐野哲也・井上陽介・長田安代・鳩貝淳一郎(2014)「わが国企業の物流機能の強化に向けた取り組み」BOJ Reports & Research Papers、2014 年 6 月

[37]新作裕之(2016)「社債管理者非設置債における社債の管理（上)」『法曹時報』第 68 巻第 8 号、pp. 1-27.

[38]神宮健(2021)「国有企業に波及した過去最高に崩壊した「暗黙の元本保証」：社債デフォルト（日本人が知らない中国本当の危機)」『エコノミスト』第 99 巻第 26 号、pp. 22-23.

[39]関辰一(2017)「中国社債市場のモラルハザード問題」日本総研調査部環太平洋センター アジア・マンスリー https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=30792

[40]日本証券業協会 (2017)「新たな管理機関等について」https://www.moj.go.jp/content/001237446.pdf

[41]藤山敬史(2014)「固定資産の減損損失の適時性」『インベスター・リレーションズ』第 8 巻、pp. 3-25.

[42]古川傑・山本卓(2017)「減損会計情報を活用した遊休不動産分析の試み」資産評価政策学会秋の研究大会報告論文

[43]古川傑・山本卓(2018)「遊休不動産情報の有用性の検証-東証 1 部上場企業製造業の減損データに基づいた分析を中心に-」『証券アナリストジャーナル』第 56 巻第 2 号、pp. 68-79.

[44]三輪一統・田口聡志・藤山敬史(2016)「減損会計と透明性：経営者と監査人における意見対立の開示効果の実験」日本会計研究学会第 75 回大会報告論文

[45]向伊知郎(2008)「減損会計基準の適用に伴う市場の反応と財務情報への影響」『會計』第 174 巻第 4 号、pp. 584-594.

[46]山﨑 暢之(2017)「事業用不動産の流通促進に向けた課題(特集　既存住宅流通市場の活性化に向けて)」『土地総合研究』第 25 巻第 1 号, 71-79 頁.

[47]山本卓(2005)「減損会計早期適用企業にみる裁量行動」『季刊不動産研究』第 47 巻第 3 号、pp. 33-43.

[48]山本卓(2010)「投資不動産時価情報の有用性について-賃貸等不動産会計基準の実証的検証を中心に-」『証券アナリストジャーナル』第 48 巻第 11 号、pp. 90-101.

[49]山本卓(2011)『企業不動産の会計と環境』創成社

[50]山本卓(2012)「投資不動産と時価情報 - 賃貸等不動産会計基準の適用で見えてきたもの-」『日経研月報』第 407 巻、pp. 28-35.

[51]山本卓(2015)『投資不動産会計と公正価値評価』創成社

[52]麻剣英(2019)「不動産ストック有効活用に関する研究」日本財務管理学会第 48 回春季全国大会報告論文

第5章　非財務情報の活用可能性

第1節　はじめに

前章までに、財務情報の活用可能性として、利害関係者の分析視点のひとつである財務情報から読み取れる、遊休不動産情報について検討し、投資家は高い情報有用性を認めている事を示した。そこで本章では、本論文の分析視点②非財務情報の活用可能性とし、環境経営および環境リスクに着目し、環境情報開示に対する課題を検討することを目的としている。非財務情報とは、財務情報以外の情報であり、企業の社会的責任とそれに対する対応、いわゆるCSR活動が含まれ、社会・環境要素などを事業戦略やビジネスモデルに組み込んでいくことや事業リスクへの対応が企業の持続的な成長の上で重要になってくる。

近年、ESG投資[98]が世界的にも広がり、ESGやSDGsといった用語が普及してきている。我が国における ESG 投資は 1990 年代後半から始まったが、その規模は小さいものであり、2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国連の責任投資原則(PRI:Principles for Responsible Investment)に署名した以降、急速にその機運が高まってきている。

ESGとは、企業や機関投資家が持続可能な社会の形成に寄与するために配慮すべき３つの要素とされる環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字をとったものである。ESG投資は、投資先企業の評価において、財務情報のみではなく環境問題の対応(Environment) や、地域社会との関係(Social)、ガバナンスのあり方(Governance)などの非財務情報を考慮することが有用だとする考え方である。この考えは、欧米の機関投資家の間で広がりをみせ、我が国においても前述のとおりGPIFのPRI署名により、投資先企業の ESG 情報を活用する動きが広がりつつある。企業はこれらの要素の課題や変化を成長の機会として捉えているかによって財務的に影響を及ぼすものとなる。また、情報開示に対し積極的な企業も増加傾向にあるが、コスト面から消極的な企業も少なくない[99]。そのため、

---

98 ESG投資は、従来の財務情報だけではなく、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)要素も考慮した投資のことを指す。気候変動などを念頭においた長期的リスクマネジメントや、企業の新たな収益創出の機会を評価するベンチマークとして、持続可能な開発目標(SDGs)と合わせて注目される。

99 ESGに関するリスク情報や経営方針を開示する上場企業が増え、PwCアドバイザリーの調査によると有価証券報告書に「ESG」や「SDGｓ（持続可能な開発目標)」について記載する企業は3年前に比較して13ポイント増加し、15%となっている。業種別では不動産が「ESG」への言及が多く26%となっている。「ESG」についての情報開示は増えているとはいえ欧米に比較し、日本は取り組みの途上と指摘している。(2020年9月19日付け日本経済新聞朝刊,p.19)

投資家との間に情報の非対称性が生じる可能性もある。一方、投資家は、それらESG情報が企業の業績や経営戦略にどのように結びついているか、財務情報とともに投資の判断基準のひとつとし、企業の持続的成長と価値向上に期待する。これら必要な情報は投資家ごとに異なり、土壌汚染、アスベスト、CO_2排出等、企業不動産に起因する環境問題も多く、そのため、不動産市場においては環境(Environment) 要素が中心となり、環境リスクが企業の中長期的な業績に影響をあたえる可能性も考えられる。

このような背景のもと、環境問題と密接に関係のある遊休不動産[100]に焦点をあてた財務的視点からの実証分析を試みる。本章では、不動産市場に係る環境(Environment) に着目し、産業別に環境経営[101]促進企業の企業特性と環境リスクに対する投資家の評価を明らかにすることを目的としている。

第2節　先行研究

欧州では、ESG投資に対する考え方が拡がる社会経済情勢の下で、2014年に欧州会議において「非財務情報・多様性情報開示に関するEU指令」が採択・発行され、既存の会計指令が改訂された。その中で、従業員500名を超える大企業は、経営報告書の中で環境、社会、雇用、人権の尊重等に関する事項を開示することが定められた。また、米国では、以前から重要な非財務情報について開示が要求されてきたが、2010年には証券取引委員会(SEC)により「気候変動に関する開示のためのガイダンス」が公表され、企業による環境情報の開示は財務諸表により報告することが制度化され、環境情報の開示に伴う経営者の裁量性の幅は日本より狭くなっている。

諸外国のESG情報開示に着目した研究については、Hahn and Kühnen (2013)が、1999年から2011年に発表されたビジネス、マネジメント、会計に関連するジャーナル178本のサーベイから、ESG情報開示に積極的な企業属性を分析し、企業規模、利害関係者からの圧力、業種がESG情報開示の質に正の影響を与えているという報告が多いことを指摘している。

米国企業を対象としたものでは、例えばRobert(2014)も、米国180社を対象として社会や環境への影響を踏まえた方針を古くから採用している企業を高サスティナビリティ企業、

100 遊休不動産には、工場跡地や寮・社宅用地、福利厚生施設（保養所、グランド等）などが多く、工場等の閉鎖による土壌汚染調査の実施にともない敷地内の土壌から環境基準を上回る汚染が検出されることもある。

101 環境経営とは、環境対応や環境保全を、企業活動を行う上での当然の責務と位置づけながら、同時に経済的価値を生み出し、企業価値向上を図ろうとする経営を意味するものである。

それ以外を低サスティナビリティ企業と分類し分析を行った。その結果、高サスティナビリティ企業では、サスティナビリティの問題に取締役会を直接関与させ、経営陣の報酬インセンティブをサスティナビリティの目標に結びつけるガバナンスメカニズムを確立している可能性が高いとの解釈を示している。さらに、非財務情報の開示における透明性のレベルが高く、株式市場と会計パフォーマンスともに長期的には大幅に優れていることを発見している。

また、Gutsche *et al.*(2017)は、CSR[102]情報開示スコアとCSR活動スコアが企業価値に与える効果を分析し、CSR 情報開示スコアは CSR 活動スコアよりも企業価値に正の影響を与え、環境とガバナンスに関連する CSR 活動スコアは企業価値と正の関連があり社会的スコアは負の関連があることを発見している。しかし、CSRに関する情報開示は大量ゆえ利害関係者にとっての有用性を指摘している。

それらESG開示情報のうち環境情報に着目したものでは、Patten(1991)は、米国企業128社を対象とし環境情報開示の促進要因を分析している。その結果、企業規模が大きくなるほど開示行動が促進されることが示されている。しかし、収益性（ROA）については有意な数値は示さなかった。これと同様の研究として、Alnajjar(2000)は米国企業500社を対象とし分析した結果、開示行動の促進要因として企業規模が抽出され、ROEは非促進要因となった。また、Bewley and Li(2000)は、米国企業188社を対象とし、開示行動の促進要因として企業のマスコミ報道の件数を設定し分析した結果、報道記事の件数が多くなる企業ほど開示行動促進要因となることが発見された。さらに、Cormer and Magnan(2003)は、米国企業246社を対象とし分析した結果、開示行動促進要因として企業規模のほか、企業リスク、外国人持株比率、企業の報道件数が抽出された。一方で非促進要因として株式集中度、負債比率が抽出された。

米国における研究では、環境情報と株価データとの関連性を検証する研究も多く、具体的には、Blacconiere and Patten(1994)やPatten and Nance(1998)等がある。Blacconiere and Patten(1994)では、化学工場からの有毒ガス流出事件前後の化学企業の株価変動を分析している。その結果、累積異常収益率[103]に対し企業の環境情報開示度を示す変数がプラス

---

102 Corporate Social Responsibilityの略。企業が自社の利益のみ追求するのではなく、全てのステークホルダーを視野に経済・環境・社会などの幅広い分野での社会全体のニーズの変化をとらえ、それらを価値創造や市場創造に結びつけることによって、企業の競争力強化や持続的発展とともに経済全体の活性化やより良い社会づくりを目指す自発的な取り組み。

103 株式投資収益率の理論値と実現値の差を累積したもの。例えば、企業にとってある出来事（イベン

に有意となった。また、Patten and Nance(1998)では、米国アラスカ州における石油漏れ事故に対する企業の株価反応を検証した結果、Blacconiere and Patten(1994)同様に累積異常収益率に対し企業の環境情報開示度を示す変数がプラスに有意となった。このように、環境事件が明らかになった場合には、環境情報を積極的に開示している企業ほど環境リスクが小さく、その結果として当該事件の株価に与える影響も少ないことが検証されてきている。

日本国内においては、ESG 投資は長い間その規模は小さく、ESG 投資を実践する機関投資家も少なかった。しかし、2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国連の責任投資原則(PRI:Principles for Responsible Investment)に署名した以降、その規模は拡大しつつあり、運用機関に対するヒアリング調査をもとに、非財務情報の活用状況の把握等の研究もされてきている。具体的には、杉浦・宮井(2014)は、投資の意思決定プロセスにおける非財務情報の活用状況の把握を行っている。その結果、ESG 情報は企業価値評価の精度向上に活用され、運用機関は「環境」をリスクと収益機会の両要因、「社会」を収益機会要因、「ガバナンス」をリスク要因として捉えており、企業価値の評価には、長期保有の判断材料、ネガティブリスクの排除といった視点での活用が多いことが明らかになっている。

ESG の研究は海外市場を対象としたものが多数蓄積されてきているが、日本市場を対象とした実証研究は数例にとどまっている。これらの実証研究では ESG 情報と株式超過収益率や企業価値との関係をみたものとなっている。E（環境）S（社会）G（ガバナンス）のうちコーポレート・ガバナンスに着目した研究では、伊藤正晴(2016)が ESG ファクターと株式リターンの関連性を明らかにすることを目的として、日本企業を対象に、ESG ファクターとして独立取締役の選任と管理職や役員への女性の登用を取り上げ、株式リターンとの関係を分析している。その結果、独立取締役の選任や女性の登用という ESG ファクターが企業価値の向上に繋がる経営や、その経営に関連する情報の代理指標として機能している可能性が示唆されている。また、事後リターン分析から投資判断を行う際には女性登用という ESG ファクターが運用パフォーマンスに寄与するとの解釈を示している。これに続く研究として、宮本・佐藤(2019)では、日本企業の ESG 行動はどのような要因に基づいているのか、コーポレート・ガバナンスの観点から検討している。E（環境）S（社会）G（ガバナンス）のデータと財務データを活用し分析した結果、日本企業の伝統的なガバナンス構造（内部者優位や

ト）が起きた時に、そのイベントが当該企業の株式投資収益率に及ぼした影響を、もしイベントが起きなければ実現したであろう株式投資収益率との差を求め検証する手法（イベント・スタディ）等で用いる。

経営者優位）からは ESG 行動は高まることはなく、独立取締役の導入によって ESG 行動が高まることを発見している。また ESG 行動が ROA を高めることも検証されている。さらに、ESG 行動が環境の課題や社会の課題に対する取り組みを高める事を発見している。

また、枝村・宮川・内山(2017)では、環境関連投資（環境分野への R&D や環境保全投資、広告費、社会活動投資）が企業価値の向上に寄与するかの調査を目的として企業レベルのパネルデータを用いて検証している。その結果、環境 R&D のように、生産活動に関連する環境関連投資は企業価値の向上に資するが、生産活動に関連していない社会活動投資については企業価値の向上に資するか統計的に不明確であり、企業は環境関連投資を検討する際、生産活動に直結するか否かを検討した上で戦略的に環境関連投資を行う必要があるとの解釈を示している。

さらに、湯山・白須・森平(2019)では、ESG 投資・ESG 情報開示と企業価値の関係について、株式リターンをもちいて ESG 投資のパフォーマンスを検証している。その結果、ESG 開示情報に対する積極性は、株式投資におけるポジティブなファクターとして継続的に認識されていない事が示唆され、ESG 投資は、通常の投資と比 β 場合に必ずしも高い投資パフォーマンスに繋がらない事が示唆された。

以上の先行研究より、企業の ESG 行動や ESG 投資に関する情報開示が積極的な企業ほど情報開示の質は高く企業価値に対し正の影響を与えるものである。しかし、ESG 情報開示のファクター（環境、社会、ガバナンス）によって、必ずしも高い運用パフォーマンスに寄与するものではない。これらの研究のうち、環境に着目したものは少なく、不動産分野に係る ESG 投資の研究は十分ではない。そこで、不動産市場に係る環境に着目し、環境開示行動の促進要因と環境リスクを明らかにすることを目的とし、環境情報開示に対する課題を検討する必要がある。

第 3 節　仮説展開

近年、環境問題が社会経済に認識され、企業活動における環境経営が定着し、良好な環境経営の実施には、その前提として適切な企業不動産管理が必要である。効率的な企業不動産管理を実施してきた企業ほど、より充実した環境経営が実施されており(山本 2011)、不動産の利活用方針が整備されていない、すなわち、遊休不動産を保有しやすい企業では、環境

経営への意識が低いものと考えられる。したがって、製造業における賃貸等不動産[104]の多くが遊休不動産であるため[105]、賃貸等不動産保有企業では環境経営への意識が低い。ここで第9の仮説を設定する。

H9：製造業では、遊休不動産を保有している企業ほど環境経営への意識が低い。

また、環境経営への意識が高い企業ほど環境リスク[106]に対する取り組みが行われており、それらを開示することによる企業価値への影響度は高い。特に、環境価値を高めた不動産の普及等により環境分野における取組が先行して推進されており、主たる営業活動による事業収益が不動産によって企業業績に多大な影響を及ぼす企業（建設、運輸、倉庫、不動産業）においては、環境経営への意識の高い企業ほど企業価値への影響度は高い。また同様に環境リスクへの影響度は低いものと考えられ、建設、運輸、倉庫、不動産業において環境経営への意識の高い企業ほど投資家はポジティブな反応を示す。ここで第10および第11の仮説を設定する。

H10：建設・運輸・倉庫・不動産では、環境経営が推進されている企業ほど高い企業価値を持つ。

---

104 「賃貸等不動産」とは、「棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産（ファイナンス・リース取引の貸手における不動産を除く）」と定義され（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準4）、通常一般的に認識されている「投資不動産」の概念に近いものである。投資不動産の具体例は、①貸借対照表において投資不動産（投資の目的で所有する土地、建物、その他の不動産）として区分されている不動産、②将来の使用が見込まれていない遊休不動産、③上記以外で賃貸されている不動産である（賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準5)。すなわち、賃貸収益若しくは資本増価又はその両方を目的として保有する不動産の意味であり、キャッシュ・フローを生み出す不動産に加えて、遊休不動産も含まれる。

105 筆者らが実施した有形固定資産を中心とした減損会計実務についてのアンケート調査「有形固定資産の減損処理等に関するアンケート調査」JSPS科研費（基盤C：15K03614）では、その調査結果によると、減損対象資産には遊休資産、共用資産、賃貸用資産、投資不動産、新規事業用資産等の占める割合が多い。さらに、減損会計適用資産については遊休状態となっている工場跡地、寮・社宅用地、福利厚生施設（保養所、グランド等）との回答が多かった。また、古川・山本［2017］の減損会計適用企業を対象とした遊休不動産情報の開示に係る調査結果から、製造業における遊休不動産は開示19件中13件が首都圏以外の地方圏に所在する遊休不動産であった。これらの調査結果より、製造業における遊休資産は流動性の低い大規模敷地のような遊休不動産であることが示唆される。

106 環境リスクとは、人為活動によって生じた環境の汚染や変化（環境負荷）が、環境の経路を通じて、ある条件のもとで人の健康や生態系に影響を及ぼす可能性のこと。またそのようなことから、引き起こされた環境汚染によって被害補償を求められる可能性をリスクとして捉える。

H11：建設・運輸・倉庫・不動産では、環境経営が推進されている企業ほどβ値は負の反応を示す。

第4節　環境経営度調査を活用した実証分析

（1）サンプル抽出条件および検証モデル

2013年および2019年に東証一部に上場している企業を対象とし[107]、日本経済新聞社が実施している「環境経営度調査[108]」ランキングを活用し、製造業および非製造業（建設、運輸・倉庫・不動産、商社、小売・外食、通信・サービス）の環境経営の促進要因を分析する。なお、産業分類は環境経営度調査に基づいたものである。2013年度調査においては1067社、2019年度調査においては1665社を抽出している。財務データ、β値データ[109]、株価及びTOPIXについては「日経NEEDS財務データ」「東京証券取引所提供データ」「Yahoo!ファイナンス」より、持株比率データについては「会社四季報」（東洋経済新報社）より収集した。なお、当該データは、欠損値のある企業は除外している。記述統計量と相関係数は以下に記載（表5-2、表5-3）のとおりで、変数間で強い相関のものはみられない。

分析方法は、環境経営の促進要因を財務的な視点から、以下の手法により分析を行う。具体的な分析方法として、山本（2011）を参考とした①式の環境経営度スコアを被説明変数と

---

107 2012年12月26日より始まった第二次安倍内閣において、安倍首相が表明した三本の矢を柱とする経済政策、いわゆるアベノミクスにおける日本経済の現状と、それ以前の景気低迷期とを比較するため、対象期間を2013年度および2019年度としている。なお、2013年度は2012年アンケート調査、2019年度は2018年アンケート調査の結果に基づいたものである。

108 日本経済新聞社が実施している「環境経営度調査」は、企業の環境対策と経営効率の向上の両立に取り組む企業を評価し、環境経営を総合的に分析しランキング化したものになっている。当該調査は、上場・非上場の有力企業を対象とし、環境経営推進体制・温暖化対策・製品対策・汚染対策、生物多様性対応・資源循環の評価指標から総合スコアを算出しランキング化されたものとなっている。なお、2013年調査では、上場企業・非上場企業のうち製造業1730社、非製造業では2453社を対象とし有効回答企業は製造業で25.3%、非製造業で13.3%となっている。また、2019年調査では、上場企業・非上場企業のうち製造業1731社、非製造業では1318社を対象とし有効回答企業は製造業で20.8%、非製造業で18.1%となっている。本稿では、アンケート調査への対応に積極的な企業（有効回答企業）を、環境経営への意識が高い企業として扱っていく。

109 データ解説書によると、βは次のように説明されている。βは、個々の銘柄の値動きとTOPIXの変動の関係を示す尺度、すなわちTOPIXの変動率を1とした場合の個々の銘柄の変動率を表している。例えば、A銘柄のβ値が1.2であるとすれば、A銘柄の値動きがTOPIXの約1.2倍であることを示しており、市場全体の値動きよりも、A銘柄の方が2割方、大きく動く傾向があることを意味している。なお、掲載したβは、次の一次式から計測したものである。

$Ri=\alpha i+\beta iRM$　Ri：i銘柄の月次投資収益率（権利落修正済）　RM：TOPIXの月次投資収益率

当該β値は、過去3年と5年と収録されているが、本件では過去5年のβ値を採用している。

したトービット回帰分析[110]により検証作業を行う。変数の定義は次頁を参照されたい。

ここで、より効率的な企業不動産マネジメントが実施されている企業ほど、環境経営度スコアは高くなっていれば、土地資産効率性を示す変数の係数は負となることが予想される。また、製造業における賃貸等不動産は遊休不動産であることが多いため、遊休不動産を保有しない企業ほど、環境経営度スコアは高くなっていれば、総資産のうち賃貸等不動産（原価）の依存度を示す変数の係数が負となることが予想される。

$$Score_i(0,\text{正値}) = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(Size)_i + \alpha_2 Debt_i + \alpha_3 ROA_i + \alpha_4 Corporation_i + \alpha_5 Financial_i + \alpha_6 Foreigner_i + \alpha_7 \Delta Sales_i + \alpha_8 Rent/Size_i + \alpha_9 \Delta Land/\Delta Tobin_i + \varepsilon_i \quad (13)$$

次に、(14)式では、トービンの q を被説明変数とした OLS 回帰分析[111]により検証作業を行う。(14)式については、環境経営に積極的な企業ほど、企業パフォーマンスが高くなっていれば、環境経営への積極性を示す変数の係数が正となることが予想される。特に、環境分野における取組が先行して推進されている建設、運輸、倉庫、不動産業においては、環境経営に積極的な企業ほど、企業パフォーマンスが高くなっていれば、環境経営への積極性を示す変数の係数が正となることが予想される。

$$Tobin_i = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_i + \alpha_2 Ln(Size)_i + \alpha_3 Debt_i + \alpha_4 ROA_i + \alpha_5 Corporation_i + \alpha_6 Financial_i + \alpha_7 Foreigner_i + \alpha_8 \Delta Sales_i + \alpha_9 Rent/Size_i + \alpha_{10} E_dummy_i + u_i \quad (14)$$

最後に、(15)式では、β 値を被説明変数とした OLS 回帰分析により検証作業を行う。(15)式については、より効率的な不動産マネジメントを実施でき、環境経営に積極的な企業ほど、

110 トービット回帰分析は、被説明変数の正規性を仮定し、最尤法でパラメータを推定する分析で、本件のように被説明変数が 0 もしくは正値の場合に適用が馴染む。係数の符号がプラスであれば、当該説明変数データの増大に応じて環境経営が促進されている企業であることが期待される。逆に符号がマイナスであれば、当該説明変数データの増大に応じて環境経営が抑制されている企業であることが示唆される。また、p 値は分析結果の信頼性を担保する指標である。p 値の大きさによって当該説明変数の有意性が示される。例えば 1%の有意水準にあるとは、誤った判定をする確率が 1%という意味である。一般的に有意水準 10%以下を示す説明変数が重視される。

111 (13)式および(14)式の OLS 回帰分析については、変数「Beta」に内生性の問題が存在する可能性も考えられるため二段階最小二乗法による推定も行い、検証結果に大きな差異は見受けられなかったため、現行モデルによる検証結果を採用している。

環境リスクが低下していれば、環境経営の積極性を示す変数の係数が正に、土地資産効率性を示す変数の係数が負となることが予想される。(14)式同様に環境分野における取組が先行して推進されている建設、運輸、倉庫、不動産業においては、より効率的な不動産マネジメントを実施でき、環境経営に積極的な企業ほど、環境リスクが低下していれば、環境経営の積極性を示す変数の係数が正に、土地資産効率性を示す変数の係数が負となることが予想される。

$$\beta_i = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(Size)_i + \alpha_2 ROA_i + \alpha_3 Corporation_i + \alpha_4 Financial_i + \alpha_5 Foreigner_i + \alpha_6 \Delta Sales_i + \alpha_7 Rent/Size_i + \alpha_8 \Delta Land/\Delta Tobin_i + \alpha_9 E_dummy_i + e_i \quad (15)$$

(2) 変数の定義、記述統計量および相関係数

表 5-1 は変数の定義である。変数の設定について着眼点を示せば以下のとおりである。

表 5-1　変数の定義

変数名	定義
Score	企業i の環境経営度スコア
Tobin	企業i のトービンのq(株式時価総額+簿価負債総額)/簿価総資産額)
β	企業I の β 値
Ln(Size)	企業i の総資産の自然対数変換値
Debt	企業i の負債比率
ROA	企業i の総資産利益率
Corporation	企業i の一般事業法人持株比率
Financial	企業i の金融機関持株比率
Foreigner	企業i の外国人持株比率
ΔSale	企業i の3期前からの売上高変化率
Rent/Size	企業i の賃貸等不動産原価/総資産
ΔLand/Δtobin	企業i の3期前からの土地資産変化率/3期前からのトービンのq変化率
E_dummy	環境経営度ランキング企業を1、それ以外に0をとる環境経営ダミー

(出所) 筆者作成、以下図表全て同じ

$Score$: 日経産業新聞公表の環境経営度調査ランキングに基づき各企業の環境経営度を示す変数。当該スコアが高い企業ほど環境経営に積極的に取り組んでいることが考えられる。

$Tobin$: 企業パフォーマンスを示す変数。企業パフォーマンスが高い企業は、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

β　　: 企業の β 値を示す変数。環境経営を積極的に実施した企業では、数値が低位となればリスクも低下し、資本コストも抑えられ、その結果として企業価値の向上が期待できる。

$Ln(Size)$: 企業の資産規模を示す変数。資産規模の大きい企業ほど、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

$Debt$: 企業の財務健全性を示す変数。財務健全性が良好な企業ほど、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

ROA: 企業の収益性を示す変数。収益性が高い企業ほど、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

Corporation：株式持ち合いの程度を示す変数。一般事業法人持株比率が高い企業は、外部からの監視・規律が弱く経営者にとって安定的であることで、経営者裁量性の高い環境経営が行われる可能性がある。

Financial：金融機関の影響力を示す変数。金融機関持株比率が高い企業は、外部からの監視・規律が強いため、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

Foreigner：外国人投資家の影響力を示す変数。外国人持株比率の高い企業は、外部からの監視・規律が強いため、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

ΔSales：企業の成長性を示す変数。成長性が高い企業ほど、技術革新が旺盛であり、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

Rent/Size：総資産のうち賃貸等不動産（原価）の依存度を示す変数。資産規模に対する賃貸等不動産開示企業の保有している賃貸等不動産原価の割合を示している。産業により差異は生じるが、製造業における賃貸等不動産は工場跡地等の遊休不動産である場合もあり、当該変数が小さいほど遊休不動産を保有しておらず、積極的に環境経営に取り組むことが考えられる。

ΔLand/ΔTobin：土地資産効率性を示す変数。企業パフォーマンスの変化率に対する土地資産の変化率の割合を示している。当該変数が小さいほど、土地資産増加率に比して、企業パフォーマンス増加率が高まることを意味し、より効率的な企業不動産マネジメントが実施されていることが推定され、環境経営についても高い効果が期待できる。

E_dummy：環境経営への積極性を示す変数。環境経営度調査は、上場・非上場の有力企業へのアンケート調査から有効回答企業を対象として環境経営推進体制・温暖化対策・製品対策・汚染対策、生物多様性対応・資源循環の評価指標から総合スコアを算出しランキング化されたものとなっている。したがって、有効回答企業はアンケート調査への対応に積極的であることから、環境経営への意識が高いものと考えられる。

表 5-2　記述統計量

(2013年)　(n=1067)

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std.Dev.
Score	122.7994	0.0000	0.0000	484.0000	171.0885
Tobin2013	1.6882	1.1433	0.3162	15.5128	1.4544
β	0.9106	0.8700	−0.2900	2.5900	0.4250
Ln(Size)	11.6729	11.4631	8.0728	17.3846	1.4403
Debt	0.4853	0.4834	0.0434	1.1446	0.1948
ROA	0.0284	0.0272	−0.5130	0.2832	0.0459
Corporation	0.2384	0.2070	0.0020	0.8790	0.1608
Financial	0.2433	0.2430	0.0140	0.6080	0.1078
Foreigner	0.1750	0.1460	0.0040	0.7550	0.1311
ΔSale	0.0656	0.0415	−1.0000	5.7472	0.2710
Rent/Size	0.0181	0.0000	0.0000	0.7965	0.0679
ΔLand/ΔTobin	−0.1361	0.0000	−84.7325	67.9117	7.9090
E_dummy	0.3711	0.0000	0.0000	1.0000	0.4833

(2019年)　(n=1665)

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std.Dev.
Score	84.2913	0.0000	0.0000	496.0000	153.3831
Tobin2019	1.4796	1.0066	0.1465	34.1282	1.8589
β	0.9142	0.8800	−0.7400	2.7600	0.4021
Ln(Size)	11.3743	11.2097	7.3165	19.4962	1.6069
Debt	0.4576	0.4589	0.0250	0.9490	0.1840
ROA	0.0449	0.0409	−0.8182	0.4140	0.0511
Corporation	0.2416	0.2170	0.0000	0.9090	0.1668
Financial	0.2094	0.1940	0.0010	0.9430	0.1145
Foreigner	0.1536	0.1210	0.0010	0.8720	0.1330
ΔSale	0.0946	0.0402	−0.6705	11.8106	0.4170
Rent/Size	0.0169	0.0000	0.0000	0.9726	0.0708
ΔLand/ΔTobin	0.1324	0.0009	−1.0000	21.9737	0.9033
E_dummy	0.2535	0.0000	0.0000	1.0000	0.4351

表 5-3　相関係数

(2013年)	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬
① *Score*	1												
② *Tobin2013*	−0.0832	1											
③ *β*	0.1401	0.1256	1										
④ *Ln(Size)*	0.5704	−0.0828	0.1167	1									
⑤ *Debt*	0.0896	0.1737	0.2463	0.2491	1								
⑥ *ROA*	−0.0506	−0.0341	−0.2000	−0.0926	−0.3880	1							
⑦ *Corporation*	−0.1308	−0.0367	−0.1449	−0.1854	0.0094	−0.0304	1						
⑧ *Financial*	0.3247	0.0264	0.0957	0.4363	0.1285	−0.0501	−0.4916	1					
⑨ *Foreigner*	0.3920	−0.0975	0.1829	0.5815	−0.1517	0.1873	−0.4099	0.2715	1				
⑩ *ΔSale*	−0.0163	−0.0145	−0.0140	−0.0495	−0.0121	0.2406	0.0455	−0.0351	0.0548	1			
⑪ *Rent/Size*	−0.0541	0.1170	0.0797	0.0690	0.1741	−0.0972	0.0008	0.0701	−0.0273	−0.0156	1		
⑫ *ΔLand/ΔTobin*	0.0101	−0.0073	0.0360	0.0308	0.0530	−0.0205	−0.0086	−0.0098	0.0060	0.0064	0.0263	1	
⑬ *E_dummy*	0.9347	−0.0919	0.0903	0.5027	0.0699	−0.0299	−0.1221	0.3002	0.3568	−0.0132	−0.0490	0.0105	1

(2019年)	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬
① *Score*	1												
② *Tobin2019*	−0.0561	1											
③ *β*	0.1619	−0.0810	1										
④ *Ln(Size)*	0.5308	−0.2216	0.1527	1									
⑤ *Debt*	0.0497	−0.1484	0.0847	0.2318	1								
⑥ *ROA*	−0.0248	0.3381	−0.0969	−0.1087	−0.2777	1							
⑦ *Corporation*	−0.0942	−0.0924	−0.1176	−0.0735	0.0171	−0.0341	1						
⑧ *Financial*	0.3820	−0.1397	0.1949	0.5121	0.0645	−0.0551	−0.3633	1					
⑨ *Foreigner*	0.3636	0.0862	0.2072	0.5786	−0.1090	0.0957	−0.3441	0.3416	1				
⑩ *ΔSale*	−0.1006	0.2886	−0.0677	−0.1871	−0.0184	0.2390	−0.0446	−0.1663	−0.0380	1			
⑪ *Rent/Size*	−0.0479	−0.0566	−0.0610	0.0427	0.1535	−0.0343	0.0312	−0.0023	−0.0334	0.0064	1		
⑫ *ΔLand/ΔTobin*	−0.0494	0.0496	0.0172	−0.0182	0.0681	0.0624	−0.0141	−0.0542	−0.0030	0.0899	0.0440	1	
⑬ *E_dummy*	0.9434	−0.0404	0.1307	0.4811	0.0461	−0.0276	−0.0831	0.3553	0.3271	−0.0937	−0.0519	−0.0419	1

第 5 節　分析結果

前節の実証分析により以下の通り仮説を検証した。

(1) 環境経営度スコアに係るトービット回帰分析結果

(2)

表 5-4　環境経営度スコアに係る分析結果

(2013年)	製造業		建設業		運輸・倉庫・不動産	
	Coef.	p−value	Coef.	p−value	Coef.	p−value
const	−1791.86 ***	0.0000	−2121.46 ***	0.0000	−1886.17 ***	0.0008
Ln(Size)	129.50 ***	0.0000	182.99 ***	0.0007	105.91 **	0.0181
Debt	21.88	0.7913	32.40	0.8836	179.20	0.6055
ROA	365.97	0.2867	−1824.51	0.1371	−196.06	0.9031
Corporation	353.49 ***	0.0024	−54.62	0.8705	305.01	0.3966
Financial	514.78 ***	0.0015	718.03 *	0.0949	536.77	0.3227
Foreigner	300.31 **	0.0433	613.67	0.2272	436.37	0.3591
ΔSales	−93.18	0.3140	−93.58	0.7327	63.20	0.1798
Rent/Size	−226.21	0.5823	−1191.82	0.1162	−270.54	0.2856
ΔLand/ΔTobin	−0.48	0.7802	−11.36	0.2434	−0.98	0.8428
N	608		72		79	
Log-likelihood	−2131.37		−237.72		−157.32	
	商社		**小売・外食**		**通信・サービス**	
	Coef.	p−value	Coef.	p−value	Coef.	p−value
const	−1006.80 ***	0.0000	−1367.00 **	0.0141	−1462.95 ***	0.0002
Ln(Size)	96.62 ***	0.0007	90.03	0.1051	87.57 ***	0.0024
Debt	−172.65	0.4015	−130.42	0.6768	−330.32	0.1391
ROA	−2934.24	0.1008	−68.90	0.9631	−428.92	0.5830
Corporation	−49.91	0.8174	536.31	0.1116	494.51 **	0.0411
Financial	−214.40	0.6248	−169.39	0.7791	1432.15 ***	0.0093
Foreigner	247.43	0.5148	339.46	0.5119	34.86	0.9041
ΔSales	26.79	0.8583	36.94	0.8942	175.27 *	0.0695
Rent/Size	−1285.48	0.3125	1626.14	0.6466	−1957.59	0.1139
ΔLand/ΔTobin	−2.71	0.3918	−0.61	0.8667	4.69	0.1357
N	103		87		118	
Log-likelihood	−239.92		−159.15		−135.00	

(2019年)	製造業		建設業		運輸・倉庫・不動産	
	Coef.	p−value	Coef.	p−value	Coef.	p−value
const	−1919.01 ***	0.0000	−3035.05 ***	0.0000	−2236.00 ***	0.0000
Ln(Size)	127.39 ***	0.0000	233.24 ***	0.0000	154.15 ***	0.0005
Debt	12.20	0.8943	131.92	0.5975	121.24	0.7450
ROA	−133.46	0.7659	2920.78 *	0.0861	27.85	0.9791
Corporation	368.21 ***	0.0022	−233.15	0.3834	78.01	0.8039
Financial	847.72 ***	0.0000	398.96	0.3138	−140.70	0.7671
Foreigner	244.92	0.1243	67.08	0.8923	308.15	0.4520
ΔSales	143.18 **	0.0160	−971.97 **	0.0142	−697.35 *	0.0583
Rent/Size	44.30	0.9254	−944.09	0.1144	−438.77	0.2115
ΔLand/ΔTobin	−65.69 **	0.0399	92.93	0.3530	−78.10	0.5887
N	833		88		133	
Log-likelihood	−2382.26		−221.22		−166.7	
	商社		**小売・外食**		**通信・サービス**	
	Coef.	p−value	Coef.	p−value	Coef.	p−value
const	−1161.92 ***	0.0000	−2245.69 **	0.0122	−1832.91 ***	0.0000
Ln(Size)	73.29 ***	0.0063	145.81 *	0.0789	126.82 ***	0.0000
Debt	−107.84	0.5731	−14.96	0.9735	−265.14	0.1820
ROA	289.92	0.7931	−1447.15	0.3741	186.76	0.8225
Corporation	344.45	0.1251	218.36	0.5795	313.19	0.1046
Financial	268.28	0.4922	114.55	0.8996	828.02 **	0.0152
Foreigner	502.36	0.1059	−149.95	0.8385	−104.00	0.7175
ΔSales	−296.98 *	0.0999	−429.87	0.4124	−106.96	0.5945
Rent/Size	−5966.21 *	0.0750	−1399.36	0.4257	−	−
ΔLand/ΔTobin	−95.53	0.2451	162.18 **	0.0342	−169.24 **	0.0343
N	160		160		291	
Log-likelihood	−271.7		−121.4		−215.11	

(注) ***、**および*はそれぞれ 1%水準、5%水準および 10%水準で統計的に有意であることを示す。以下の結果全て同じ。

(a) 2013 年の分析結果

製造業、建設業、運輸倉庫不動産、商社、通信サービスにおいて「Ln(Size)」が正に有意である。資産規模が大きい企業ほど社会的注目度も高く、対外的な説明責任が重いため、環

境経営が促進されていることが考えられる。産業別にみると以下の特徴があげられる。

製造業においては、「Corporation」、「Financial」、「Foreigner」が正に有意である。株の相互持合い傾向が強く、経営者にとっての株式所有構造の安定性とともに金融機関や外国人投資家からの規律づけにより、長期的視点での経営が行われ、長期的な経営政策のひとつとして、環境経営が促進されていることが考えられる[112]。

また、建設業では「Financial」が正の傾向があり、金融機関からの監視・規律が強いため、経営判断が慎重となり、環境経営が促進される傾向がみられる。

通信・サービスでは、「Corporation」、「Financial」、「ΔSales」が正に有意である。金融機関からの監視・規律が強く、成長性が高い企業ほど、技術革新が旺盛であり、積極的に環境経営が促進されていることが考えられる。

(b)2019 年の分析結果

小売・外食を除いた全産業において「Ln(Size)」が 1%水準で正に有意である。前述の 2013 年の分析結果同様、社会的注目度や対外的な説明責任の重さから環境経営が促進されていることが考えられる。産業別にみると以下の特徴があげられる。

製造業においては、「Corporation」、「Financial」、「ΔSales」が正に有意「ΔLand/ΔTobin」が負に有意である。2013 年と同様の傾向が示され、一般事業法人持株比率については、株の相互持合い傾向が強く、経営者にとっての株式所有構造の安定性とともに金融機関からの規律づけにより、長期的視点での経営が行われ、長期的な経営政策のひとつとして、環境経営が促進されていることが考えられる。また、売上高変化率については、資金繰りが悪化しやすい製造業では業績が良好な企業ほど資金の余裕度がありコストのかかる環境経営に注力できるものと考えられる。「ΔLand/ΔTobin」について、工場跡地等の割合が高い製造業では、環境経営への意識が高い企業ほど、効率的な不動産管理がされているものと考えられる。

建設業においては、「ROA」が正の傾向「ΔSales」が負に有意である。また、運輸・倉庫・不動産においては、「ΔSales」が負の傾向を示している。建設業、運輸・倉庫・不動

112 企業規模（Size）と株式所有者構造の変数の相関が若干高かったため、企業規模を除いた環境経営度スコアに係るトービット回帰分析を行った結果、2019 年の小売・外食以外で外国人投資家の変数が 10%水準以上で有意な結果となった。したがって、地球環境を中心とする環境問題は世界的にも注目を集めているため、外国人投資家は、環境経営度の高い企業に対し、積極的に株式を購入している可能性も考えられる。

産では、環境分野への取り組みが先行して推進されており、他業種に比較して環境分野へのコストが嵩んでいるものと考えられる。

商社においては、「ΔSales」「Rent/Size」が負の傾向を示している。本業事業以外の収益が少なく、売上高への影響も大きい企業ほど、周辺事業を強化するためにも、環境経営を推進しているものと考えられる。

小売・外食においては、「ΔLand/ΔTobin」が正に有意である。売り上げを伸ばすためには新規店舗の展開等が必要となるため、積極的な店舗展開を行なっているような企業ほど環境経営を推進する必要があるものと考えられる。

通信・サービスでは、「Financial」が正に有意、「ΔLand/ΔTobin」が負に有意である。自社内にサーバー等を設置し管理運営等を行っていた企業もあったが、近年のクラウド化等により効率的な不動産管理をしている企業ほど環境経営を推進しているものと考えられる。

(c)小括

以上の結果より、製造業では、2013 年の「Rent/Size」「ΔLand/ΔTobin」が有意ではないが負の傾向を示しており、遊休不動産をもたない効率的な土地利用をしている企業の環境経営度スコアが高い可能性がある。それに対し、2019 年では、「Rent/Size」が正の傾向、「ΔLand/ΔTobin」は負に有意な数値となり、遊休不動産を保有しているが効率的に利活用できている企業ほど環境経営度スコアが高く、環境経営を促進しているものと考えられる。2013 年では、環境経営促進企業では遊休不動産を保有しない経営が推進されている傾向はあるが、明確には支持されていない。しかし、近年では、不動産ストック利活用の機運が高まり、必ずしも遊休不動産の保有を控える経営ではなくなってきていることが示唆される。

また、建設業および小売外食においては、2013 年では「ΔLand/ΔTobin」が負の傾向であったのに対し 2019 年では、正の傾向を示し、開発用地の取得や積極的な店舗展開を行っている企業ほど環境経営を促進しているものと考えられる。

(2) Tobin's q に係る OLS 回帰分析結果

表 5-5　Tobin's q に係る分析結果

(2013年)	製造業		建設業		運輸・倉庫・不動産	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	1.736 ***	2.895	4.675 **	2.443	2.665	1.320
β	0.267 *	1.859	0.062	0.137	−0.094	−0.232
Ln(Size)	−0.064	−1.044	−0.170	−0.990	0.050	0.255
Debt	2.042 ***	5.800	0.580	0.624	−1.046	−0.843
ROA	1.743	1.300	1.595	0.332	2.449	0.488
Corporation	−0.797 *	−1.717	−3.761 ***	−3.227	−1.187	−1.029
Financial	−0.274	−0.417	−2.428	−1.460	−0.218	−0.124
Foreigner	−0.611	−0.982	−1.208	−0.592	−3.091	−1.301
ΔSales	−0.623 *	−1.716	0.269	0.285	−0.025	−0.106
Rent/Size	7.717 ***	5.613	−0.553	−0.269	0.212	0.227
E_dummy	−0.271 **	−2.140	0.170	0.541	0.342	0.833
N	608		72		79	
Adj R-squared	0.1659		0.1075		−0.0589	
F-value	13.07		1.86		0.57	
P-value(F)	0.000000		0.069565		0.835442	

(2019年)	製造業		建設業		運輸・倉庫・不動産	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	1.781 ***	3.725	2.006 ***	4.076	1.898 ***	3.376
β	−0.218 *	−1.883	−0.154	−1.203	−0.214	−1.425
Ln(Size)	−0.046	−0.907	−0.102 **	−2.141	−0.158 ***	−2.917
Debt	−0.038	−0.126	0.140	0.605	0.822 **	2.241
ROA	13.374 ***	10.322	3.250 **	2.347	4.720 ***	3.612
Corporation	−1.176 ***	−3.227	−0.274	−1.179	0.608 *	1.935
Financial	−1.467 ***	−2.713	−0.124	−0.322	0.986 *	1.944
Foreigner	0.996 *	1.911	1.294 **	2.434	1.096 **	2.128
ΔSales	2.821 ***	14.305	0.034	0.150	0.124	1.407
Rent/Size	0.304	0.204	−0.836	−1.528	−0.050	−0.208
E_dummy	0.159	1.456	0.082	0.874	0.420 ***	2.787
N	833		88		133	
Adj R-squared	0.4036		0.2280		0.1599	
F-value	57.30		3.57		3.51	
P-value(F)	0.000000		0.000637		0.000423	

	商社		小売・外食		通信・サービス	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	1.783 **	2.082	1.923	1.875	1.118	0.545
β	0.069	0.228	0.049	0.184	−0.041	−0.082
Ln(Size)	−0.250 ***	−2.652	−0.109	−1.000	−0.105	−0.512
Debt	2.387 ***	3.503	1.408 **	2.276	0.897	0.731
ROA	9.547 **	2.074	6.555 **	2.491	7.068	1.612
Corporation	0.950	1.461	−1.077	−1.618	1.617	1.077
Financial	2.925 **	2.276	−0.570	−0.470	3.700	1.111
Foreigner	−0.492	−0.413	0.363	0.306	0.492	0.226
ΔSales	−0.319	−0.619	−0.158	−0.284	0.159	0.248
Rent/Size	1.716	1.285	−2.100	−0.252	7.218 *	1.803
E_dummy	−0.134	−0.632	0.043	0.193	−0.659	−0.983
N	103		87		118	
Adj R-squared	0.2546		0.0608		−0.0070	
F-value	4.48		1.56		0.92	
P-value(F)	0.000037		0.136304		0.518965	

	商社		小売・外食		通信・サービス	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	2.418 ***	4.448	2.199 ***	4.522	9.441 ***	7.534
β	−0.134	−0.687	−0.183	−1.093	0.122	0.283
Ln(Size)	−0.280 ***	−4.759	−0.122 **	−2.292	−0.818 ***	−6.491
Debt	2.335 ***	6.403	0.300	0.931	0.489	0.533
ROA	12.561 ***	6.180	1.206	0.988	5.450 ***	2.703
Corporation	−0.151	−0.385	0.463	1.465	0.263	0.274
Financial	−2.296 ***	−3.251	0.412	0.574	−0.022	−0.012
Foreigner	5.901 ***	9.049	1.054 *	1.681	6.429 ***	4.507
ΔSales	0.682 *	1.958	1.111 ***	4.128	0.211	0.967
Rent/Size	−0.176	−0.142	−1.283	−1.551	−	−
E_dummy	0.267 *	1.854	0.004	0.021	1.070 *	1.683
N	160		160		291	
Adj R-squared	0.5909		0.1953		0.1713	
F-value	23.97		4.86		7.78	
P-value(F)	0.000000		0.000005		0.000000	

(a)2013 年の分析結果

製造業において、「Beta」が正の傾向、「Debt」が正に有意、「Corporation」「ΔSales」が負の傾向、「Rent/Size」が正に有意、「E_dummy」が負に有意である。β値について正の傾向を示し、投資家が高いリターンを求めることにより企業価値に結びついているものと考えられる。また、負債比率、「Rent/Size」の高い企業ほど、運転資金の余裕度から幅広い事業展開が行なえる可能性があるため企業価値が高いものと考えられる。E ダミーについては、環境情報の開示にコストを費やしている企業よりも、その余裕資金を他事業もしくは本業に費やせる企業ほど企業価値が高いものと考えられる。

建設業では、「Corporation」が負に有意である。株式持合いの典型である建設業において、一般事業法人持株比率の低い企業では、解消した株式の売却資金を使い不動産開発等に投資できるため、経営の自由度が高く企業価値に結びついているものと考えられる。

商社については、「Ln(Size)」が負に有意、「Debt」、「ROA」、「Financial」が正に有意である。総合商社や卸売業では、買入債務が多額になる傾向があるため、金融機関からのモニタリングも強い。また、インターネットの普及等により、製造業や小売業ではビジネスモデルが変化し、流通の中間に位置する卸売業等では、資産規模が小さく効率的な経営を行っている企業ほど ROA も高く企業価値に結びついているものと考えられる。

小売・外食については、「Debt」、「ROA」が正に有意である。小売・外食についても商社同様に買入債務が多額になる傾向があるが、積極的な店舗展開を行わないような企業ほど集中的な経営を行えるためROAも高く企業価値に結びついているものと考えられる。

通信・サービスでは、「Rent/Size」が正の傾向を示している。通信・サービスにおいて業界規模も大きくなり多角的な経営が求められるようになり、投資不動産をもつ企業ほど企業価値の向上に結びつく傾向があるものと考えられる。

(b)2019年の分析結果

「Ln(Size)」については、全産業において負の傾向を示し、製造業以外の産業では負に有意である。また、「ROA」については、全産業において正の傾向を示し、小売・外食以外の産業において「ROA」が正に有意である。「ΔSales」については全産業において正に、製造業、小売・外食では正に有意、商社では正の傾向を示している。株式所有者構造については、「Foreigner」が全産業において正の傾向を示し、建設業、運輸・倉庫・不動産、商社、通信・サービスでは正に有意、製造業、小売・外食では正の傾向を示している。外国人投資家は投資対象として資産規模の大きな会社を選択する傾向があったが、資産規模が小さく、監視・規律機能が高い企業ほど、売上高変化率やROAが高く資本を効率的に運用できていることから企業価値は高いものと考えられる。産業別にみると以下の特徴があげられる。

製造業において、「Corporation」、「Financial」が負に有意、「Beta」が負に「Foreigner」が正の傾向を示し、「ROA」、「ΔSales」が正に有意である。β値については、投資家はリスクとリターンの関係が低い企業、すなわち安定的な企業ほど投資対象としている傾向がみられる。また、一般事業法人持株比率、金融機関持株比率の低い企業では、株式持合いの解消や監視・規律機能が低く経営の自由度は高く企業価値に結びついているものと考えられる。

建設業において、「Ln(Size)」が負の傾向、「ROA」、「Foreigner」が正に有意である。前述のとおり、外国人投資家は投資対象として資産規模の大きな会社を選択する傾向があったが、資産規模が小さく、監視・規律機能が高い企業ほど、ROAが高く資本を効率的に運用できていることから企業価値は高いものと考えられる。

運輸・倉庫・不動産において、「Debt」、「ROA」、「Foreigner」、「E_dummy」が正に有意、「Corporation」、「Financial」が正の傾向である。負債比率については、他業種に比較し、土地取得費等に多額の資金を要す等、借入金依存度が高い業種であるが、それら事業

資金を調達運用している企業であることが考えられ企業価値に結びついているものと考えられる。また、E ダミーについては、コストをかけた環境情報開示等の環境経営に積極的に取り組みを行っている企業ほど企業価値に結びついているものと考えられる。

商社において、「Ln(Size)」、「Financial」が負に有意、「Debt」、「ROA」、「Foreigner」正に有意、「ΔSales」、「E_dummy」が正の傾向である。E ダミーについて、国際的にも自然環境全般における保全や持続的な利用を進める仕組みが進展しているなか、グローバルに事業を展開する商社では、環境経営に積極的な企業では企業価値に結びついている傾向がみられる。

小売・外食において、「Ln(Size)」が負に有意、「ΔSales」は正に有意、「Foreigner」は正の傾向を示している。資産規模が小さく、監視・規律機能が高い企業ほど、売上高変化率が高く資本を効率的に運用できていることから企業価値は高いものと考えられる。

通信・サービスにおいて、「Ln(Size)」が負に有意、「ROA」、「Foreigner」が正に有意、「E_dummy」が正の傾向を示している。近年、欧米を中心として ESG を重視する企業への投資が広がりをみせている。外国人投資家はそれら ESG 要因の注目度も高いため、外国人持株比率の高い企業では ESG への取り組みが積極的に行われ、資産規模が小さく、監視・規律機能が高い企業ほど、ROA が高く資本を効率的に運用できていることから企業価値は高いものと考えられる。

(c)小括[113]

以上の結果より、製造業、商社、通信・サービスでは、2013 年の E ダミーが負の傾向を示し、コストのかかる環境経営は企業価値に寄与しないものと捉えられていた。しかし、2019 年では正の傾向に転じ、環境経営に積極的な企業ほど企業価値の向上に結びついているものと考えられる。

また、建設・運輸・倉庫・不動産では、2013 年・2019 年ともに E ダミーは正の傾向を示した。このうち運輸・倉庫・不動産については、2013 年に正の傾向であったものが、2019 年には有意に正の傾向を示している。したがって、近年では、多数の不動産ストックを所有している運輸・倉庫・不動産のような産業では、環境経営に積極的な企業ほど企業価値の向上に寄与することが示され仮説 10 は支持された。

---

113 Tobin の q に係る OLS 回帰の分析結果の解釈において、係数について有意性が示されてはいるが、（2013 年）建設業、運輸・倉庫・不動産、小売・外食、通信・サービスでは、F 検定は有意ではないため、モデルの説明力としては不確定要素が残る。

(3) β値に係るOLS回帰分析結果

表5-6　β値に係る分析結果

(2013年)	製造業		建設業		運輸・倉庫・不動産	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	0.902 ***	5.404	1.029 *	1.969	2.405 ***	4.605
Ln(Size)	-0.019	-1.118	-0.065	-1.355	-0.221 ***	-4.282
Debt	0.766 ***	8.034	1.030 ***	4.565	0.993 ***	2.854
ROA	-1.183 ***	-3.121	-0.519	-0.384	-2.120	-1.444
Corporation	-0.229 *	-1.737	-0.350	-1.076	0.207	0.606
Financial	-0.225	-1.203	-0.263	-0.564	-0.271	-0.516
Foreigner	0.693 ***	3.964	0.528	0.927	3.606 ***	6.523
ΔSales	-0.243 **	-2.354	0.076	0.287	0.128 *	1.834
Rent/Size	-0.196	-0.501	0.400	0.697	0.193	0.692
ΔLand/ΔTobin	0.001	0.658	0.003	0.340	0.007	1.333
E_dummy	-0.016	-0.454	0.020	0.228	-0.005	-0.038
N	608		72		79	
Adj R-squared	0.1982		0		0	
F-value	16.01		4.12		7.06	
P-value(F)	0.000000		0.000231		0.000000	

	商社		小売・外食		通信・サービス	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	0.934 ***	3.364	0.256	0.567	1.157 ***	3.032
Ln(Size)	-0.043	-1.337	-0.013	-0.265	-0.053	-1.346
Debt	0.883 ***	4.103	0.623 **	2.403	0.165	0.695
ROA	-1.724	-1.096	-1.044	-0.920	-0.175	-0.206
Corporation	-0.443 **	-2.025	-0.025	-0.087	0.115	0.397
Financial	-0.521	-1.189	0.535	1.000	0.346	0.537
Foreigner	0.829 **	2.338	1.189 **	2.404	0.369	0.879
ΔSales	-0.192	-1.090	-0.127	-0.526	0.218 *	1.773
Rent/Size	0.893 **	1.990	2.886	0.801	1.029	1.338
ΔLand/ΔTobin	0.000	0.146	-0.001	-0.339	-0.006	-0.991
E_dummy	0.031	0.427	-0.047	-0.489	0.005	0.040
N	103		87		118	
Adj R-squared	0.2144		0.0674		0.0069	
F-value	3.78		1.62		1.08	
P-value(F)	0.000270		0.116467		0.382401	

(2019年)	製造業		建設業		運輸・倉庫・不動産	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	0.846 ***	6.016	0.754 *	1.799	1.714 ***	5.776
Ln(Size)	-0.021	-1.373	0.005	0.126	-0.134 ***	-4.540
Debt	0.620 ***	7.157	0.043	0.212	0.297	1.378
ROA	-0.373	-0.959	0.529	0.437	-0.657	-0.848
Corporation	0.024	0.218	-0.085	-0.417	0.557 ***	3.118
Financial	0.276 *	1.704	-0.209	-0.619	0.840 ***	2.895
Foreigner	0.882 ***	5.745	0.030	0.064	1.287 ***	4.586
ΔSales	-0.087	-1.466	0.391 **	2.055	0.055	1.061
Rent/Size	-1.482 ***	-3.340	-0.130	-0.265	-0.087	-0.620
ΔLand/ΔTobin	-0.077 **	-2.458	0.154 *	1.795	0.030 **	2.420
E_dummy	-0.033	-0.991	-0.063	-0.752	0.198 **	2.266
N	833		88		138	
Adj R-squared	0.1344		0.0500		0.1801	
F-value	13.92		1.46		3.90	
P-value(F)	0.000000		0.171939		0.000129	

	商社		小売・外食		通信・サービス	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
const	0.541 **	2.413	0.372	1.569	1.225 ***	7.890
Ln(Size)	-0.005	-0.192	0.008	0.302	-0.030 *	-1.739
Debt	0.408 ***	2.712	0.129	0.819	-0.026	-0.209
ROA	-1.887 **	-2.246	-1.038 *	-1.740	-0.700 **	-2.567
Corporation	0.083	0.505	0.019	0.126	-0.240 *	-1.838
Financial	0.608 **	2.076	0.590 *	1.696	-0.350	-1.378
Foreigner	0.791 ***	2.945	0.266	0.868	0.134	0.691
ΔSales	0.121	0.811	0.299 **	2.304	-0.011	-0.365
Rent/Size	0.248	0.478	0.754 *	1.872	–	–
ΔLand/ΔTobin	0.017	0.266	0.005	0.178	0.043 **	2.355
E_dummy	-0.075	-1.237	-0.144	-1.571	0.104	1.205
N	160		160		291	
Adj R-squared	0.1468		0.0479		0.0453	
F-value	3.74		1.80		2.53	
P-value(F)	0.000170		0.065051		0.008352	

(a)2013年の分析結果

「Ln(Size)」については、全産業において負に、運輸・倉庫・不動産では負に有意である。また、「ROA」については全産業において負に、製造業では負に有意である。また、「Debt」については、全産業において正に、通信・サービス以外の産業では正に有意である。「Foreigner」については、全産業において正に、製造業、運輸・倉庫・不動産、商社、小売・外食において正に有意である。全産業をとおして、資産規模の小さく負債比率の高い企業ほど安定性が低く、ROAの低い企業ほど収益性も低く、リスクと捉えられているものと考えられる。また外国人持株比率の高い企業ほど、外国人投資家は短期的な収益獲得を目指し、リスクをとった行動をとるものと考えられる。産業別にみると以下の特徴があげられる。

製造業では、「Debt」、「Foreigner」が正に有意、「ROA」、「ΔSales」が負に有意、「Corporation」が負の傾向である。資金繰りが悪化しやすい製造業では、外部からの監視・規律が強く、収益性が低く業績が振るわない企業ほどリスクと捉えられているものと考えられる。

建設業では「Debt」が正に有意である。前述の通り、負債比率の高い企業ほど安定性が低くリスクと捉えられているものと考えられる。

運輸・倉庫・不動産では「Ln(Size)」が負に有意、「Debt」、「Foreigner」が正に有意、「ΔSales」が正の傾向である。資産規模の小さく負債比率の高い企業ほど安定性が低く、リス

クと捉えられているものと考えられる。また外国人持株比率の高い企業ほど、短期的な収益獲得を目指し、リスクをとった行動をとるものと考えられる。

商社では「Debt」、「Foreigner」、「Rent/Size」が正に有意、「Corporation」が負に有意である。財務の安定性が低く投資不動産を保有している企業ほどリスクと捉えられているものと考えられる。

小売・外食では「Debt」、「Foreigner」が正に有意である。小売・外食では、初期の設備投資等の借入依存度が高い企業の場合、長期的な返済が考えられるためリスクと捉えられているものと考えられる。

通信・サービスでは「ΔSales」が正の傾向である。成長性の高い企業では技術革新が旺盛であるが、それに伴い事業の多様性は長期的にみれば収益成長の保証はなくリスクと捉えられているものと考えられる。

(b)2019 年の分析結果

全産業において「Foreigner」が正に、製造業、運輸・倉庫・不動産、商社で正に有意である。外国人持株比率については、2013 年同様に収益獲得のためにリスクをとった行動をとっているものと考えられる。

製造業では「Debt」、「Foreigner」が正に有意、「Rent/Size」、「ΔLand/ΔTobin」が負に有意、「Financial」が正の傾向である。「Rent/Size」、「ΔLand/ΔTobin」が負であることから、本業以外からの収益が期待できる投資不動産等の積極的な保有に対し市場ではリスクが低いと捉えられているものと考えられる。

建設業では「ΔSales」が正に有意、「ΔLand/ΔTobin」が正の傾向である。成長性は高いが、それに伴って土地資産が過剰に保有している企業ほどリスクと捉えられているものと考えられる。

運輸・倉庫・不動産では「Ln(Size)」が負に有意、「Corporation」、「Financial」、「Foreigner」、「ΔLand/ΔTobin」、「E_dummy」が正に有意である。外部からの監視圧力が低い企業ほど経営の自由度が高いため、リスクは低いと捉えられているものと考えられる。コストのかかる積極的な環境開示行動に対し、市場はネガティブな反応をしているものと考えられる。

商社では「Debt」、「Financial」、「Foreigner」が正に有意、「ROA」が負に有意である。負債比率が高く、ROA の低い企業ほど安定性、収益性も低く、リスクと捉えられているものと考えられる。また外国人持ち株比率の高い企業ほど、外国人投資家は短期的な収益獲得を目指し、リスクをとった行動をとるものと考えられる。

小売・外食では「ΔSales」が正に有意、「Financial」、「Rent/Size」」が正の傾向、「ROA」が負の傾向である。小売・外食では、積極的な店舗展開を行なっている企業ほど成長性は高いが、一方で倒産リスクも懸念され投資家はリスクと捉えているものと考えられる。

通信・サービスではROAが負に有意、「ΔLand/ΔTobin」が正に有意、「Ln(Size)」、「Corporation」が負の傾向である。「ΔLand/ΔTobin」が正に有意なことから、近年のクラウド化等により効率的な不動産管理ができていない企業ほどROAも低くリスクと捉えられているものと考えられる。

(c)小括[114]

以上の結果より、製造業では、2013年は「Rent/Size」が負に「ΔLand/ΔTobin」 は正の傾向を示しているのに対し、2019 年では「Rent/Size」、「ΔLand/ΔTobin」 が負に有意であることから、本業以外からの収益が期待できる投資不動産等を積極的に保有しない経営に対し市場ではリスクが低いと捉えられているものと考えられる。

また、運輸・倉庫・不動産では、2013年は、「ΔLand/ΔTobin」が正に、「E_dummy」が負の傾向であったのに対し、2019 年では、「ΔLand/ΔTobin」、「E_dummy」が正に有意な数値であった。環境経営に積極的な企業ではあるが、それにともなって土地資産の効率性が低い企業に対し、市場ではリスクと捉えられ仮説11は支持されていない。市場ではリスクをとった短期的収益を期待しているものと考えられる。

第6節　まとめ

本章の目的は、不動産市場に係る環境(Environment) に着目し、産業別に環境経営促進企業の企業特性と環境リスクに対する投資家の評価を明らかにすることであった。

分析の結果、環境経営度スコアに対し、製造業では、2013年の「Rent/Size」、「ΔLand/ΔTobin」が有意ではないが負の傾向を示しており、遊休不動産をもたない効率的な土地利用をしている企業ほど環境経営度スコアが高かった。それに対し 2019 年では、「Rent/Size」が正の傾向、「ΔLand/ΔTobin」は負に有意な数値となり、遊休不動産を保有しており、それらを効率的に利活用できている企業ほど、環境経営を促進しているものと考えられる。

---

114 β値に係るOLS回帰の分析結果の解釈において、係数について有意性が示されてはいるが、(2013年) 小売・外食、通信・サービス、(2019年)建設業、小売・外食では、F検定は有意ではないため、モデルの説明力としては不確定要素が残る。

2013 年では、環境経営促進企業では遊休不動産を保有しない経営が推進されている傾向はあるが、仮説 9 は明確には支持されていない。しかし、近年では、不動産ストック利活用の機運が高まり、必ずしも遊休不動産の保有を控える経営ではなくなってきていることが示唆される。

また、「Tobin's q」に対し、建設・運輸・倉庫・不動産では、2013 年・2019 年ともに E ダミーは正の傾向を示した。このうち運輸・倉庫・不動産については、2013 年に正の傾向であったものが、2019 年には有意に正の傾向を示している。したがって、近年では、多数の不動産ストックを所有している運輸・倉庫・不動産のような産業では、環境経営に積極的な企業ほど企業価値の向上に寄与することが示され仮説 10 は支持された。

「Beta（β値)」については、運輸・倉庫・不動産では、2013 年は、「ΔLand/ΔTobin」が正に、E ダミーが負の傾向であったのに対し、2019 年では、「ΔLand/ΔTobin」、E ダミーが正に有意な数値であった。環境経営に積極的な企業ではあるが、それにともなって土地資産の効率性が低い企業に対し、市場ではリスクと捉えられ仮説 11 は支持されていない。

以上のことから、環境問題が社会経済に認識されている中、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。一方で、環境経営に積極的な取り組みを見せている企業をリスクと捉える側面もあり、開示のあり方が適切でなければ市場で混乱をもたらす可能性もある。したがって、各企業が自らリスクを特定し、開示のあり方を検討する必要がある。

本章の主要な貢献は、不動産市場に係る環境(Environment) に着目し、産業別に環境経営促進企業の企業特性と市場での反応をみることで、産業別に環境経営に対する積極性と市場での反応に温度差があることの発見である。これらの検証結果から、環境経営の積極性と土地資産の効率性の関係等、財務情報に加え環境情報等の非財務情報から、投資家や債権者は、企業に対するリスク判断をする際の根拠として活用できると考える。また、行政・地域住民は環境リスクの判断の根拠として活用できると考える。

次章の第 6 章「合理的な企業不動産戦略」では、先進的に遊休不動産開発に取り組みをみせているパナソニックの遊休不動産開発の事例分析を行う。

【参考文献】

[1]Alnajjar,F.K.(2000)“Determinants of Social Responsibilty Disclosures of U.S.Fortune 500

Firms: An Application of Content Analysis ” *Advances in Environmental Accounting & Management*, Vol. 1, pp. 163-200.

[2]Bewley, K. and Y. Li (2000) “Disclosure of Environmental Information by Canadian Manufacturing Companies: a Voluntary Disclosure Perspective” *Advances in Environmental Accounting & Management*, Vol. 1, pp. 201-226.

[3]Blacconiere, W. G. and D. M. Patten (1994) “Environmental Disclosure, Regulatory Costs, and Changes in Firm Value” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 3, pp. 357-377.

[4]Cormer, D. and M. Magnan (2003) “Environmental Reporting Management: a Continental European Perspective” Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 22, No. 1, pp. 43-62.

[5]Gutsche, R., J. F. Schulz and M. Gratwohl (2017)” Firm-Value effects of CSR disclosure and CSR performance,” *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management* 1. 2, pp. 80-89.

[6]Hahn, R. and M. Kühnen (2013) “Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research”, Journal of Cleaner Production, Vol. 59, pp. 5-21.

[7]Patten, D. M. (1991) “Exposure, Legitimacy, and Social Disclosure” Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 10, No. 4, pp. 297-308.

[8]Patten, D. M. and J. R. Nance (1998) “Regulatory Cost Effects in a Good News Environment the Intra-industry Reaction to the Alaskan Oil Spill ” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 17, No. 4, pp. 409-429.

[9]Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, and George Serafeim (2014) “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance ” *Management Science,* Volume 60, Issue11, pp. 2835-2857.

[10]伊藤正晴[2016]「ESG ファクターと株式リターンとの関係（特集 ESG 投資）」『証券アナリストジャーナル』第 54 巻第 7 号、pp. 39-48.

[11]枝村一磨・宮川努・内山勝久(2017)「環境分野における経営資源の蓄積と企業価値：環境投資活動からみた実証分析」『RIETI Discussion Paper Series』17-J-027

[12]杉浦康之・宮井博(2014)「経済・産業・実務シリーズ企業価値分析における ESG 要因：運用機関の ESG 情報の活用例」『証券アナリストジャーナル』第 52 巻第 10 号、pp. 56-68.

[13]古川傑・山本卓(2017)「減損会計情報を活用した遊休不動産分析の試み」資産評価政策学会秋の研究大会報告論文

[14]宮本光晴・佐藤円裕(2019)「日本企業の ESG 行動：コーポレート・ガバナンスの観点から」『専修経済学論集』第 53 巻第 3 号、pp. 1-30.

[15]山本卓(2011)「東証 1 部製造業の環境経営促進の決定要因と経営者特性に関する研究」『企業家研究』第 8 巻、pp. 21-33.

[16]湯山智教・白須洋子・森平爽一郎(2019)「ESC 開示スコアとパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第 57 巻第 10 号、pp. 72-83.

【補論】企業の不動産ストックに関するアンケート調査

1. アンケート調査の実施方法と概要

表 1　アンケート調査の概要

A.回答企業属性

問1.　業種
問2.　資産規模
問3.　総資産に対する負債額の割合
問4.　有価証券報告書に記載の外国法人等(個人以外)所有株式数の割合
問5.　総資産に対する研究開発費の割合
問6.　過去3年における連結ベースでの売上高変化率

B.遊休不動産に係る質問

問7.　企業の活動に使用するために取得したものの、何らかの理由によって使用や稼働を休止している不動産はありますか。また、その種類はどのようなものですか
問8.　遊休不動産の所在する地域はどこですか
問9.　遊休不動産の規模(敷地面積)はどれくらいですか
問10. 遊休不動産は何件ありますか
問11. 遊休不動産の利活用について、今後の運用方法は基本的にどのように考えていますか
　付問11-1. 設問11で「1. 積極的に売却をすすめる予定」を選択した場合、基準となる評価方法はどれですか
　付問11-2. 付問11-1で「3. 不動産鑑定評価基準」を選択した場合、不動産の評価方法は外部評価ですか、または内部評価ですか
　付問11-3. 付問11- 2で「1. 自社で不動産鑑定評価基準に基づいた評価を行う内部評価」を選択した理由はどれですか
　付問11-4. 付問11- 2で「2. 社外の不動産鑑定士による外部評価」を選択した理由はどれですか
問12. 遊休不動産の利活用についての意思決定(売却・利活用等の判断基準)は主にどのレベルで決定されますか

C.賃貸等不動産に係る質問

問13. 投資不動産(賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産)は保有していますか、その種類はどのようなものですか
問14. 投資不動産の総収益(貴社の保有する全ての投資不動産が1 年間に生み出す利益を合計したもの)は連結ベースでの売上高の何%を占めますか

D.企業の社会的責任(CSR)、ESGに係る質問

問15. 貴社がCSR(企業の社会的責任)として実際に取り組んでいるものはどれですか
問16. 持環境に配慮し、環境性能が高く良好なマネジメントがなされている環境価値の高い不動産が環境不動産と呼ばれますが、環境不動産への認識または関心はどの程度ありますか
問17. 指名委員会等設置会社、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社のうち、どのような機関設計を採用していますか
問18. 経営の透明性・客観性を確保するためにどのような体制を採用していますか、また役員報酬の構成はどのようになっていますか
問19. 現状の不動産活用状況についての情報開示は主にどの報告書においておこなっていますか

(出所) 筆者作成、以下の図表

本件アンケート調査は、実証分析を補足する形で企業が抱える遊休不動産等の実態の把握および ESG 情報開示等の取組状況の把握等を明らかにすることを目的として行っている。郵送先企業は東証一部上場企業のうち製造業 800 社およびジャスダック製造業 500 社を対象に「企業の不動産ストックに関するアンケート調査」という題目で質問票を送付した回答

企業は 30 社で回答率は 2%であった。質問票送付日は 2019 年 10 月 1 日で、回答締切日を 2019 年 10 月 31 日と設定した。送付先は、企業の広報担当である。質問票は問 1 から問 22 までで構成されており、枝問を入れると合計 26 問である。大別すると A.回答企業属性 B.遊休不動産に係る質問 C.賃貸等不動産に係る質問 D.企業の社会的責任（CSR）ESG に係る質問である。なお、問 20、問 21 は記述式の自由回答、問 22 は面談調査の協力の有無になっている。表 1 はアンケート調査の概要となっている。

（1） アンケート回答企業の単純集計（表 2）

表 2　アンケート単純集計

問7. 企業の活動に使用するために取得したものの、何らかの理由によって使用や稼働を休止している不動産はありますか。また、その種類はどのようなものですか

なし	18 社	56.3%
空地（工場跡地等）	6 社	18.8%
稼働を休止した工場	3 社	9.4%
稼働を休止した倉庫	－ 社	－
空き事務所ビル	1 社	3.1%
空き営業店舗	－ 社	－
使用されていない福利厚生施設（社宅、保養所、運動場等）	2 社	6.3%
その他	－ 社	－
無回答	2 社	6.3%

問8. 遊休不動産の所在する地域はどこですか

東京都心部	1 社	2.9%
東京圏（埼玉県、千葉県、東京都（都心部除く）、神奈川県）	1 社	2.9%
名古屋圏（岐阜県、愛知県、三重県）	2 社	5.7%
大阪圏（京都府、大阪府、兵庫県、奈良県）	4 社	11.4%
それ以外の地方圏	9 社	25.7%
その他	3 社	8.6%
無回答	15 社	42.9%

問9. 遊休不動産の規模（敷地面積）はどれくらいですか

1，000㎡～5，000㎡未満	5 社	14.3%
5，000㎡～10，000㎡未満	2 社	5.7%
10，000㎡～50，000㎡未満	5 社	14.3%
50，000㎡以上	2 社	5.7%
無回答	15 社	42.9%

問10. 遊休不動産は何件ありますか

5件未満	15 社	50.0%
5件～10件	1 社	3.3%
10件～20件	－ 社	－
20件以上	－ 社	－
無回答	14 社	46.7%

問11. 遊休不動産の利活用について、今後の運用方法は基本的にどのように考えていますか

積極的に売却をすすめる予定	8 社	25.8%
売却前に賃貸を考える	3 社	9.7%
リノベーションして賃貸または売却を考える	1 社	3.2%
用途変更をして活用する	2 社	6.5%
その他	3 社	9.7%
無回答	14 社	45.2%

遊休不動産に係る質問では、遊休不動産の位置、規模、種類等の質問をしている。問 7 では遊休不動産の有無やその種類についての設問になっている。遊休不動産を保有していない企業は 18 社（56.3%）となっており、遊休不動産を保有している企業が回答した種類については、空地（工場跡地等）6 社（18.8%）、稼働を休止した工場 3 社（9.4%）、空き事務所ビル 1 社（3.1%）、使用されていない福利厚生施設（社宅、保養所、運動場等）2 社（6.3%）となっている。また、それらの遊休不動産お所在地についての質問（問 8）では、東京都心部 1 社(2.9%)、東京圏 1 社(2.9%)名古屋圏 2 社(5.7%)、大阪圏 4 社(11.4%)、それ以外の地方圏 9 社（25.7%）、その他 3 社（8.6%）となっており、有効回答 20 社のうち 9 社（45%）が地方圏に所在する遊休不動産を所有している。

次に遊休不動産の規模（敷地面積）や遊休不動産の所有件数の質問をしている（問 8.9）。敷地面積については、1,000 ㎡未満 6 社（17.1%）、1,000～5,000 ㎡未満 5 社（14.3%）、5,000～10,000 ㎡未満 2 社（5.7%）、10,000～50,000 ㎡未満 5 社（14.3%）、50,000 ㎡以上 2 社（5.7%）となっている。この質問（問 9）の有効回答 20 社のうち 1,000 ㎡未満は 6 社（30%）1000 ㎡以上の遊休不動産は 14 社（70%）となっており、この回答結果から示唆されることは、遊休不動産の大部分は 1,000 ㎡以上の大規模敷地である。これらの遊休不動産

について、何件所有しているかの質問（問 10）では、5 件未満が 15 社（50%）、5～10 件が 1 社（33%）となっており、有効回答の大部分が 5 件未満となっている。

最後に、遊休不動産の今後の運用方法についての質問（問 11）では、積極的に売却する予定 8 社（25.8%）、売却前に賃貸を考える 3 社（9.7%）、リノベーションして賃貸または売却を考える 1 社（3.2%）用途変更をして活用する 2 社（6.5%）、その他 3 社（9.7%）となっている。この遊休不動産の利活用についての有効回答 17 社のうち、積極的に売却をすすめる考えが 8 社（47%）であり、遊休不動産保有企業の約半数は売却する意向である。その一方で、利活用を前提とした運用方法が半数強を占めている。

（2）アンケート回答企業のクロス集計（表３）

前節の集計結果を踏まえ、遊休不動産の保有企業のクロス集計を行った[115]。

遊休不動産と財務特性のクロス集計で特徴的であったのは、環境意識および CSR に係る質問である。環境意識については、CSR（企業の社会的責任）として実際に環境への配慮をしていると回答した企業（配慮あり）24 社のうち 16 社（66.6%）が遊休不動産を保有していなかった。遊休不動産が空地等の場合には、安全性の低下、公衆衛生の悪化、風景・景観の阻害等の生活環境に影響を及ぼすという社会問題の要因となるため、環境意識の高い企業では遊休不動産を保有しない傾向が見受けられる。

環境意識に関連して ESG に係る質問（問 15）について、CSR(企業の社会的責任)として実際に取り組んでいるものを点数化しクロス集計を行なった。その結果、5～9 点の企業 17 社のうち 11 社（64.7%）の企業が遊休不動産を保有していなかった。自社の環境・社会面での取り組みを株主や機関投資家をはじめとする様々なステークホルダーに理解を深めてもらうため、報告書等で取りまとめる必要がある。したがって、CSR の関心の高い企業においては、遊休不動産は前述の通り、社会問題の要因となるため保有していないか、あるいは利活用して運用しているものと考えられる。

表 3　アンケートクロス集計

環境意識	配慮あり	配慮なし
遊休不動産なし(18社)	16	2
遊休不動産あり(10社)	8	2
総計	24	4

CSR	0～4点	5～9点
遊休不動産なし(18社)	7	11
遊休不動産あり(10社)	4	6
総計	11	17

（3）小括

115 データが欠損している企業はサンプルから除外して行っている。

以上のとおり単純集計およびクロス集計から、企業の所有する遊休不動産は、企業ごとに抱えている件数は少ないが、地方圏に所在する空地（工場跡地等）や休止されている工場等の大規模敷地であることが示唆される。これらの遊休不動産は、工場跡地等の大規模敷地は土壌汚染等の問題から流動性が劣るため、若干ではあるが遊休不動産を利活用していくという意向がみられている。

また、CSR に関心の高い企業ほど、自社の環境・社会面での取り組みを株主や機関投資家をはじめとする様々なステークホルダーに理解を深めてもらうため、報告書等で取りまとめる必要があるため、社会問題の要因となり得る遊休不動産を保有していない、あるいは利活用して運用しているものと考えられる。

第６章　遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディ

第１節　はじめに

第 4 章では、分析視点①財務情報の活用可能性として、利害関係者の分析視点のひとつである財務情報から読み取れる、遊休不動産情報について検討し、投資家は資産内容、特に土地等、高い情報有用性を認めている事を示した。また、投資不動産（遊休不動産）を保有する企業では遊休不動産利活用の新しいビジネスモデルへの対応が求められていることが示唆された。続く第 5 章では、分析視点②非財務情報の活用可能性とし、環境経営および環境リスクに着目し、環境情報開示に対する課題を検討した。その結果、産業別に環境経営に対する積極性と市場での反応に温度差があり、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。一方で、環境経営に積極的な取り組みを見せている企業をリスクと捉える側面もあり、開示のあり方が適切でなければ市場で混乱をもたらす可能性もある。したがって、各企業が自らリスクを特定し、開示のあり方を検討する必要がある。前章までに議論してきたように利害関係者にとって高い情報有用性のある遊休不動産情報と企業の遊休不動産に対するビジネスモデルのあり方が重要なものと考える。

そこで、本章では、分析視点③遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディとし、遊休不動産開発が企業の中長期的な成長ひいては地域社会の成長の実現に資するものか、その影響を明らかにすることを目的としている。

不動産に関する保有やマネジメントの考え方は日々変化し、資産の有効活用や業務効率の向上等の観点から、資産の保有形態や管理体制等を戦略的に見直す企業不動産戦略の実施が進展している。企業不動産戦略は、経営の安定、事業価値の向上、コスト削減等、様々な要素が効果として挙げられる。それらの効果は、各企業それぞれ異なるが、企業価値の向上に資するもののほかに、社会的な側面からの効果も考えられる。企業が保有する不動産は、他の資産と異なり、公共性・外部性を有しており、必然的にその責務を負うことになる。

また、企業の保有する不動産のうち特に遊休不動産は、生活環境への影響を及ぼすものであり、企業活動において収益性の低下等により遊休化した不動産は、その地域周辺の経済活力への影響、さらには土壌汚染問題等による流動化リスク等の外部不経済を生じる存在になっている。そのような中、国や地方公共団体が日本の経済成長にむけて遊休不動産の利活

用に取り組んでいるが、その効果は限定的である[116]。したがって、企業活動における遊休不動産のあり方が重要な役割を果たすものと考える。

近年、会計基準のグローバル化にともない企業を取り巻く環境は変化し、不動産の取得・管理等も戦略的視点が必要となり、企業不動産マネジメントの重要性は増してきている。特に、遊休不動産は生活環境や環境問題とも関係するため、CSR（社会的責任）[117]の視点を持った企業不動産マネジメントが求められている。企業は、保有不動産の最適化は重要な項目のひとつではあるが、地域社会への貢献、さらには地球環境問題等の社会問題への課題解決につながる不動産マネジメントが企業の社会的信用の維持・向上や企業価値の向上に資するものになると考える。また、投資家等の利害関係者は、企業の遊休不動産の利活用状況の把握を行うことが、企業の持続可能な成長等の見極めになると考える。

前述のとおり、不動産に関する保有やマネジメントの考え方は日々変化し、2015 年には環境省が「持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会（ESG 検討会）」を設置し、「ESG 解説書」を公表した。「ESG 解説書」では、ESG の意義や課題・取組の方向性が記載され、これら ESG の要素を取り入れた経営は ESG 経営とされ、現在では ESG 経営が浸透してきている。また、2019 年には、国土交通省が「ESG 不動産投資のあり方検討会　中間とりまとめ　～我が国不動産への ESG 投資[118]の促進に向けて～」を公表し、ESG 不動産投資の今後の方向性や課題を示した。そこでは、日本において ESG 不動産投資が主流化していくために、各企業の情報開示のあり方やガバナンスの確保、認証制度のさらなる普及に加え、環境要素だけではなく、地域活性化や高齢化への対応等の社会要素への取組強化を課題として指摘している。また、ESG 投資の重要な点は、不動産の開発・運用や投資が社会や環境に影響を与え、それが企業の財務的な収益や中長期的なパフォーマンスに影響を与えるという

116　国土交通省が進める「土地・不動産の最適活用による生産性革命」では、様々な施策を打ち出し、遊休不動産、空き家・空き地について流動化等を通じた有効活用を図り、需給のミスマッチの解消、新たな需要の創出等を検討している。

117 Corporate Social Responsibility の略。企業が自社の利益のみ追求するのではなく、全てのステークホルダーを視野に経済・環境・社会などの幅広い分野での社会全体のニーズの変化をとらえ、それらを価値創造や市場創造に結びつけることによって、企業の競争力強化や持続的発展とともに経済全体の活性化やより良い社会づくりを目指す自発的な取り組み。

118 ESG 投資は、従来の財務情報だけではなく、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)要素も考慮した投資のことを指す。気候変動などを念頭においた長期的リスクマネジメントや、企業の新たな収益創出の機会を評価するベンチマークとして、持続可能な開発目標(SDGs)と合わせて注目される。

考え方としている[119]。

本章では、遊休不動産開発に取り組みをみせる企業を対象として事例分析を行う。具体的には、一般的に CSR 評価が高く、先進的に ESG 経営への取組みをみせているパナソニックのサスティナブル・スマートタウンプロジェクトの事例を取り上げ[120]、業績数値および地域社会への影響を検討し、合理的な企業不動産戦略手法を模索する。

第 2 節　企業不動産戦略の概略

企業不動産戦略とは、企業不動産について企業価値向上の観点から、経営戦略の視点に立って見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこうという考え方である。この考えは、日本において、2000 年代に入ってから取り入れられ、多くの企業で CRE（企業不動産）担当部署が発足し、一定の成果を挙げてきているといわれる。

これまでの日本では、1950 年代から 1980 年代にかけ高い経済成長を続けるなか、不動産は保有していればその価値は上がるものとして考えられ、不動産を保有することは企業にとってステータスとなり、資金運用の一環として活用されてきた。しかし、1990 年代に入りバブルは崩壊し、企業では早急な財務体質の改善を迫られ保有不動産の売却が進められてきた。この時点では、不動産を経営的な視点から戦略的に有効活用するという側面に乏しいものであったが、その後、不動産の有効活用という考えが出てくると、自社資産のセールアンドリースバックによるオフバランス化等、不動産運用手法が広がりをみせ、2008 年には、合理的な CRE 戦略の推進に関する研究会（CRE 研究会）により「CRE 戦略を実践するためのガイドライン」が公表された。ここでは、CRE 戦略を「企業価値向上の観点から経営戦略視点に立って見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこうという考え方を示すもの」と定義した上で、企業会計制度や会社法制への対応と実施体制の構築、不動

---

119 「ESG 不動産投資のあり方検討会　中間とりまとめ　～我が国不動産への ESG 投資の促進に向けて～（2019)」では、SDGs の各ゴールを経済、社会、環境のレイヤーで整理した場合、不動産については、不動産の環境に係る取組が主に環境・社会に寄与し、社会に係る取組が主に経済・社会に寄与し、ガバナンスに係る取組が環境や社会の取り組みの基盤として位置づけられている。

120 当該事例は、関東圏に所在する自社工場跡地を活用した大規模な遊休不動産開発であり、関東圏に所在する自社工場跡地を活用した開発では他にみられない先駆的なものである。当該企業では、第一弾の藤沢 SST に続き、第二弾の綱島 SST、第三弾の吹田 SST と自社所有の遊休不動産開発に取り組んできている。筆者が調査した限りでは、10 年前に限定すると当時の遊休地開発事例において、遊休地を購入して開発する企業の事例はみられたが、「自社の遊休地」を活用した事例は見られず、自社遊休地を活用した開発事例としては先駆的なものと考える。また、当該企業は東証一部上場企業であり、業績数値等の把握が可能なため対象事例として採用した。

産の評価・分析の必要性等を示し、CRE 戦略の普及を後押ししてきた。しかしながら、各企業の CRE 戦略は、不動産売却などによる短期的収益獲得の機会として捉えられている側面もあり、本来、CSR（企業の社会的責任）としての CRE 戦略を位置づけるべきだったものを変質させてしまった可能性があると指摘されている[121]。CSR が重視されるようになり、工場跡地等の遊休不動産を保有している場合には、アスベストや土壌汚染等が深刻化しているケースもあり、適切な管理がなされていない場合には、企業にとって社会的な信用を落としかねない。また、昨今では、ESG に対する企業への期待や要請が世界的に高まりをみせ、企業の将来性を見据えた ESG 投資も浸透してきている。また、ESG 投資が盛んになってきた背景として、地球環境問題や少子高齢化問題等の解決が不動産価値に直接的に結びつけるのとして考えられるようになってきている。企業不動産の投資判断として重要視されてきている ESG 要素や CSR としての視点が今後の企業不動産戦略には重要なものと考える。また、現在の日本では時代の変遷によりフロー型社会からストック型社会へと変貌を遂げ、総合的に不動産を評価するようになってきている。そのような中で、企業活動における遊休不動産はストック型社会において、その利活用方法等、遊休不動産のあり方が今後の企業価値を左右するものと考える。

第 3 節　パナソニックの遊休不動産開発事例

3.1　Fujisawa サスティナブル・スマートタウンプロジェクトの概要

Fujisawa サスティナブル・スマートタウン（以下、藤沢 SST）の対象地区は、神奈川県藤沢市辻堂に存する約 19ha のパナソニックグループの工場跡地である。当該土地は 1961 年に旧松下電器産業が主要工場として長期間稼働してきたが、2006 年以降の事業構造改革による国内生産拠点の再編にともない遊休化した工場跡地である。当該地区は、JR・小田急「藤沢駅」から西約 3 ㎞、JR「辻堂駅」から東約 2 ㎞に位置し、北に JR 東海道本線、南に県道戸塚茅ヶ崎線、東側には引地川を配する。用途地域は第一種住居地域を主として、一部、準住居地域が指定され低層住居系の用途地域が指定されている地区であり、自然豊かで商業・

121 「ESG 不動産投資のあり方検討会　中間とりまとめ　～我が国不動産への ESG 投資の促進に向けて～（2019）」では、この原因として、不動産活用を検討する部局と財務部局の意思決定が統合化できてないことのほか、数値的に表現しやすい短期利益目標などに活用のあり方が変質したため、本来、CSR（企業の社会的責任）としての CRE 戦略を位置づけるべきだったものを変質させてしまった可能性があると指摘されている。

文教施設に恵まれた湘南藤沢エリア立地している。

当該プロジェクトは、パナソニックが進める CRE 戦略に基づき、この工場跡地を活用したサスティナブル・スマートタウンプロジェクトで、「財務貢献」「事業貢献」「地域貢献」を目指し、藤沢市と官民連携プロジェクトとして 2010 年 11 月に共同調印を実施している。パナソニック他民間企業と藤沢市による公民連携の「Fujisawa サスティナブル・スマートタウン」構想を協議して策定し、低炭素化を推進する環境創造型まちづくり拠点として整備することに合意した。また、藤沢市は都市マスタープランにおいて、当該地区を「低炭素社会構築に向け環境共生型の都市づくりを推進する地区」として位置づけるとともに、周辺地域の土地構造の強化に貢献する公共施設の整備と、多様な機能を持つ土地利用への転換を誘導する宅地の整備を行うことにより、環境負荷のない持続可能な市街地の形成に寄与することを目的として施行している。

藤沢 SST は、藤沢市の行政目標や地域課題、市街地特性等を踏まえ、エネルギーソリューションやスマート HEMS 技術を駆使した、持続可能な低炭素まちづくりを目指している。地区計画方針においては、サスティナブル・スマートタウンとしての環境配慮型の方針を定めるとともに、住宅戸数約 1000 戸、商業施設、福祉・教育・健康施設など複数の生活支援機能を有する街となっている[122]。

都市基盤整備の事業方式は、個人施行型土地区画整理事業の同意施行方式である。2012 年に土地区画整理事業の認可を受け施行開始し、2014 年 3 月戸建住居の入居開始し、2014 年 10 月に商業施設「湘南 T-SITE」オープン、2016 年 9 月健康・福祉・教育施設「Wellness SQUARE 南館」オープン、2016 年 11 月次世代物流センター「Next Delivery SQUARE」、2017 年 4 月に健康・福祉・教育施設「Wellness SQUARE 北関」がオープンしている。

藤沢 SST は、従来のスマートタウンと比較すると街づくりの発想とプロセスが異なり、従来のスマートタウンは最初にインフラの構築から始まり、家や施設の空間設計、そして最後に住人サービスを考える。一方、藤沢 SST は、最初に住人サービスを中心としたスマートライフ（エネルギー、セキュリティ等）を提案し、次に家や施設の空間設計、最後にスマートインフラの最適構築を行っている。藤沢 SST では、街のコンセプトや目標の実現へ向けガイドラインを定め、各種サービスを提供し、更に持続的な実現へむけて、2013 年 3 月に Fujisawa SST マネジメント㈱を設立している。この事業会社により、街の多様な維持・管

122 現在は 561 戸の住宅だが今後 400 戸の集合住宅が開発予定となっている。

理・保守サービス事業や新たな事業づくりを進めている[123]。また、事業領域の幅広いパナソニックでは、その関係性からパナソニックの進めるプロジェクトへの理解、新規性や発展性などを考慮し協業企業を募り、行政、住民と多業種 18 団体が連携し街づくりを推進している[124]。各企業それぞれの役割に加え[125]、協業企業の獲得、新規事業の創出、新規事業の実践等を目的として当該プロジェクトへ参画し、こうした取り組みの中から、新規事業の創出へ展開しているものもある。例えば、物流事業者では、ヤマト運輸とオンデマンド配送サービスをテレビ経由で行うなど、タウン内二次配送の一元化を実現し、教育・福祉事業者では、学研グループとエアコンセンサを活用し空質環境と生活リズムを可視化することで、高齢者施設のサービス向上とスタッフの負担軽減を目指す取組みを進めている。また、調剤薬局事業者では、アインファーマシーズと自動配送ロボットによる処方箋医薬品配送の活用可能性を見出す実証実験にも取り組んでいる。

3.2　藤沢市の過去と現況

藤沢市は、東京から約 50 ㎞の神奈川県の中央南部に位置し、南は相模湾に面し、周囲は横浜市、鎌倉市、茅ヶ崎市等の 6 市 1 町に囲まれ、概ね平坦な地形をしている（図 6-5)。藤沢市および各地区の世帯数および人口総数は以下の表 6-1 に示した。藤沢市全体の世帯数は、2010 年に 172,018 世帯であったのに対し、2020 年では 191,178 世帯と 19,160 世帯増加している。また、人口総数については 2010 年に 407,766 人であったのに対し、2020 年では 434,769 人と 27,003 人増加している。

123　Fujisawa SST マネジメント㈱の出資比率は、パナソニック株式会社 35.5%　パナソニックホームズ株式会社 14.5%　三井不動産レジデンシャル株式会社 14.5%　三井物産株式会社 8.0%　株式会社電通 7.5%　株式会社日本設計 5.0%　東京ガス株式会社 5.0%　東日本電信電話株式会社 5.0%　三井住友信託銀行株式会社 5.0%である。Fujisawa SST マネジメント㈱によると、パナソニックと市の企画制作部をまじえた会議や提携企業と定期的にワーキングを行い持続可能な街づくりに取り組んでいる。

124 行政では（藤沢市、慶応義塾大学)、事業者では、電機メーカー（パナソニック）デベロッパー（三井不動産グループ、パナソニックホームズ）ガス事業者（東京ガス）通信事業者（NTT 東日本）警備事業者（ALSOK）商業事業事業者（カルチュア・コンビニエンス・クラブ）モビリティ事業者（サンオータス）教育・福祉事業者（学研グループ）金融事業者（三井住友信託銀行）社会福祉法人（湖山医療福祉グループ）広告代理店（電通）調剤薬局事業者（アインファーマシーズ）コンサルタント（アクセンチュア）物流事業者（ヤマト運輸）電力事業者（東京電力ホールディングス）総合商社（三井物産）設計事業者（日本設計）が連携して街づくりを推進している。

125 例えば、三井住友信託銀行は、ファイナンススキームの構築や事業会社設立面でのアドバイザーのほか、環境不動産価値の評価や住宅ローンの開発等、三井不動産では戸建分譲事業のほか、区画整理事業やマスタープランの作成等、三井物産では、新規事業の検討のほか、一部戸建事業にシェアインするなど街づくりを進めるなかで主要な役割を担いながら、各企業それぞれの目的にむけてプロジェクトに参加している。

また、藤沢市は、12 地区（片瀬、鵠沼、村岡、藤沢、明治、善行、湘南大庭、六会、湘南台、遠藤、長後、御所見）に分類され、遊休不動産開発の行われた藤沢 SST は辻堂地区に存する。当該地区の世帯数は、2010 年に 15,957 世帯であったのに対し、2020 年では 18,796 世帯と 2,839 世帯増加している。また、人口総数については 2010 年に 37,879 人であったのに対し、2020 年では 44,031 人と 6,152 に増加し、藤沢市の 12 地区のうち、辻堂地区は、鵠沼地区、藤沢地区につぐ世帯数および人口総数である。辻堂地区および周辺地域の世帯数および人口総数の推移は、以下の図 6-１および図 6-2 である。2010 年からの世帯数、人口総数の増加率は明治地区につぐ増加率であり、世帯数および人口総数の周辺地域上位３地区（鵠沼地区、藤沢地区、辻堂地区）のなかでは、一番の増加率であることが確認できる。また、世帯数、人口総数においては、全地区の中で一番の増加数である。

表 6-１　藤沢市の世帯数および人口総数

世帯数　（世帯）

	片瀬	鵠沼	辻堂	村岡	藤沢	明治	善行	湘南大庭	六会	湘南台	遠藤	長後	御所見	藤沢市
2020年	8,840	25,316	18,796	12,755	21,731	12,926	18,370	13,122	16,041	16,389	4,863	14,659	7,370	191,178
2019年	8,877	24,917	18,497	12,446	21,283	12,505	18,317	13,016	15,771	16,124	4,760	14,492	7,388	188,393
2018年	8,790	24,610	18,235	12,382	20,696	12,301	18,188	12,869	15,528	15,665	4,655	14,298	7,310	185,527
2017年	8,684	24,258	17,897	12,055	20,496	12,095	18,091	12,788	15,358	15,415	4,604	14,184	7,277	183,202
2016年	8,631	23,748	17,540	11,797	20,382	11,911	17,984	12,675	15,121	15,030	4,650	14,010	7,192	180,671
2015年	8,553	23,651	17,232	11,667	20,808	11,905	18,276	12,965	15,151	14,896	4,656	13,967	7,311	181,038
2014年	8,512	23,428	16,951	11,326	20,624	11,776	18,100	12,843	14,968	14,886	4,635	13,788	7,200	179,037
2013年	8,400	23,203	16,784	11,192	20,486	11,314	18,081	12,737	14,909	14,775	4,593	13,707	7,201	177,382
2012年	8,318	23,133	16,377	10,944	20,294	11,152	17,935	12,549	14,691	14,587	4,462	13,495	7,105	175,042
2011年	8,316	23,018	16,094	10,584	20,121	10,719	17,754	12,030	14,341	14,359	4,405	13,393	7,018	172,152
2010年	8,506	23,088	15,957	10,628	19,725	10,748	17,933	12,033	14,403	14,237	4,137	13,564	7,059	172,018

人口総数　（人）

	片瀬	鵠沼	辻堂	村岡	藤沢	明治	善行	湘南大庭	六会	湘南台	遠藤	長後	御所見	藤沢市
2020年	19,870	57,280	44,031	31,540	46,123	30,296	41,805	31,629	36,595	32,758	11,723	33,445	17,674	434,769
2019年	20,109	56,865	43,396	30,893	45,628	29,568	41,992	31,775	36,399	32,526	11,684	33,406	17,854	432,095
2018年	20,148	56,600	42,921	30,802	44,476	29,383	41,976	31,830	36,183	32,059	11,542	33,353	17,976	429,249
2017年	20,104	56,037	42,401	30,100	44,342	29,137	42,085	32,053	36,048	31,783	11,526	33,417	18,166	427,199
2016年	20,058	55,370	41,639	29,721	44,442	28,757	42,227	32,188	35,756	31,265	11,601	33,304	18,205	424,533
2015年	19,983	54,528	40,405	29,189	44,700	28,613	42,246	32,209	35,502	30,638	11,473	32,653	18,204	420,343
2014年	20,008	54,409	39,690	28,587	44,510	28,421	42,132	32,436	35,346	30,724	11,538	32,448	18,168	418,417
2013年	19,911	54,219	39,391	28,340	44,346	27,419	42,413	32,500	35,261	30,673	11,517	32,509	18,333	416,832
2012年	19,923	54,505	38,682	27,946	44,027	27,169	42,378	32,364	35,088	30,492	11,313	32,435	18,285	414,607
2011年	20,056	54,380	38,439	27,050	43,779	26,257	42,223	31,593	34,524	30,345	11,201	32,457	18,200	410,504
2010年	20,296	54,356	37,879	27,019	42,750	25,964	42,021	31,742	34,407	29,978	10,748	32,584	18,022	407,766

（出所）筆者作成、以下の図表全て同じ

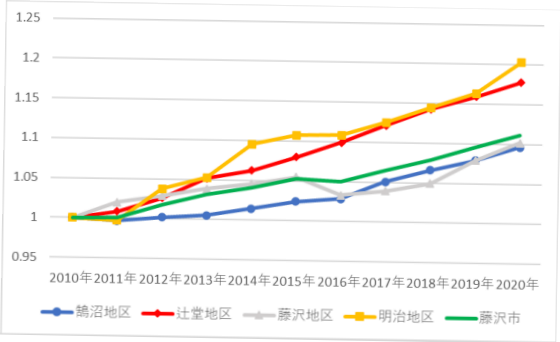


図 6-１　世帯数の推移

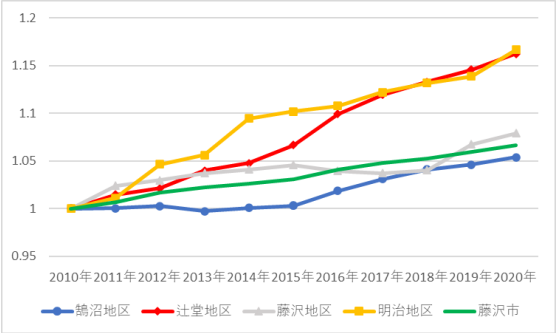


図 6-２　人口総数の推移

次に表 6-２では、2010 年から 2020 年の藤沢市の住宅地（61 平均）、商業地（17 平均）および工業地（4 平均）の地価公示を示した。藤沢市の平均地価公示について、住宅地では、2010 年に 191,333 円/㎡であるのに対し、2020 年では、188,364 円/㎡と平均地価公示は低下傾向にある。また、商業地では、2010 年に 395,556 円/㎡であるのに対し、2020 年では、409,765 円/㎡と上昇傾向にある。同様に、工業地についても 2010 年では、86,850 円/㎡であるのに対し、2020 年では、93,000 円/㎡と上昇傾向にある。

住宅地および商業地について、藤沢市の平均地価公示と辻堂地区の近隣地区の平均地価公示を図 6-3 および図 6-４に示した。住宅地の平均地価公示について、藤沢市平均は 2010 年から低下傾向にあるなか、鵠沼地区を除き、藤沢地区、明治地区は上昇傾向にあり、辻堂地区については若干の上昇傾向にある。また、商業地の平均地価公示について、藤沢市平均は上昇傾向にある。鵠沼地区、辻堂地区は藤沢市平均同様に上昇傾向にあり、藤沢地区については低下傾向にある。

以上のように、遊休不動産開発の行われた辻堂地区では、人口総数および世帯数、地価公示についても低下傾向にある地区もある中、当該地区は上昇傾向にあることがわかる。

表 6-2　藤沢市の地価公示

地価公示			（円/㎡）
藤沢市	住宅地（61平均）	商業地（17平均）	工業地（4平均）
2020年	188,364	409,765	93,000
2019年	187,708	390,294	92,625
2018年	188,577	383,471	92,625
2017年	188,430	381,882	92,625
2016年	188,479	380,294	92,625
2015年	187,059	378,706	92,625
2014年	186,041	377,176	102,875
2013年	184,575	376,529	102,875
2012年	186,645	390,938	77,900
2011年	187,852	398,765	79,100
2010年	191,333	395,556	86,850

（出所）国土交通省「標準地・基準地検索システムより筆筆者作成、以下図 6-3、図 6-4 も同じ

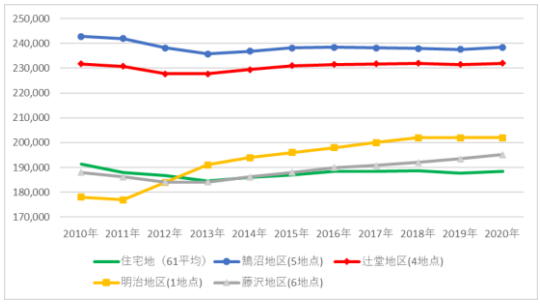


図 6-3　住宅地の地価公示推移

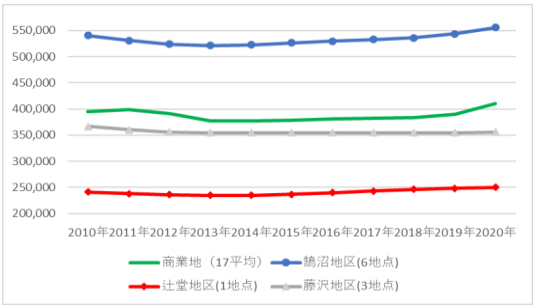


図 6-4　商業地の地価公示推移

（出所）左図：Map-It より筆者作成（ https://map-it.azurewebsites.net/）
右図：藤沢市 HP より（ http://www.city.fujisawa.kanagawa.jp/）

図 6-5　藤沢市および地区別地図

第 4 節　パナソニックと関連会社の業績

本節では、パナソニックと関連会社の業績等について検討する。まず、パナソニックの沿革および外部評価を概観し、業績等の検討をする。

4.1　沿革

パナソニックは大阪府門真市に本社を置く総合エレクトロニクスメーカーである。1918 年 3 月に松下幸之助により大阪市福島区大開街に松下電器具倶製作所を設立創業し、1923 年に砲弾型電池式ランプを考案発売。その後 1949 年に東京証券取引所および大阪証券取引所に上場し、1971 年にはニューヨーク証券取引所に上場する。2003 年にグローバルブランド「Panasonic」に統一。パナソニックグループでは、パナソニックおよび連結子会社 523 社を中心に構成されており、総合エレクトロニクスメーカーとして国内外のグループ各社

と連携し、幅広い展開をみせている。製品範囲は電気機械器具のほとんどのすべてにわたり「アプライアンス」「ライフソリューション」「コネクティッドソリューションズ」「オートモーティブ」「インダストリアルソリューションズ」の５つのセグメントと、これらに含まれないその他の事業活動から構成されている。

4.2　ESG 関連の外部評価

表 6-3　外部評価ランキングの推移

日本経済新聞社　環境経営度調査

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
パナソニック	1	1	6	3	10	7	7	15	9
シャープ	4	3	10	8	15	19	41	34	-
ソニー	38	14	36	5	34	25	25	16	26

東洋経済　CSR企業ランキング

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
パナソニック	1	3	144	35	46	67	37	57	60	69	36
シャープ	3	9	5	15	147	198	209	180	300	178	160
ソニー	8	2	3	4	14	22	22	45	94	79	43

(出所)日本経済新聞社「環境経営度調査」東洋経済新報社「東洋経済 CSR 企業ランキング」より筆者作成

パナソニックは、1970 年代より公害対策に取組み、1991 年には環境宣言を発信し、環境保全活動を開始した。その後、2001 年に策定した環境行動計画グリーンプラン 2010 の完遂を受け、2010 年にはグローバルな環境課題への取組みを推進するグリーンプラン 2018 が策定された。さらに、2017 年には、クリーンなエネルギーで安心して暮らせる社会と持続可能な社会を目指した事業推進に向け環境ビジョン 2050 を策定している。このように、パナソニックでは、環境へのとりくみが長期の環境計画をベースに進展し、経営目標のなかにも環境目標が織り込まれており、環境経営が実践されている企業である。

ここで、そのような環境経営への取り組みをみせるパナソニックおよび主要な電気メーカーの ESG 関連の外部評価を概観する。これらの ESG 関連の外部評価は、アンケートや企業の財務情報をもとにランキング化されたもので、表 6-3 は主要な電機メーカーの外部評価ランキング推移を示したものである。環境経営を評価した環境経営度調査では、2010 年および 2011 年に製造業を対象とした調査で１位となり、以降もパナソニックは上位をキープしている。また、東洋経済 CSR 企業ランキングにおいても 2012 年を除き 100 位内をキープしている。なお、環境経営度調査においては、2020 年度調査より日経「SDG s 経営」調査となり、ランキング形式ではなく偏差値による総合格付けがされている。当該調査において

もパナソニックは上位に位置している[126]。

このようにパナソニックは ESG 経営の中でも特に環境について積極的な取組みをみせ、外部からも高い評価を得ていることがわかる。

4.3 パナソニックの業績推移

本節では、パナソニックの過去 10 年の業績の状況について概観する。表 6-4 は パナソニックの 2010 年 3 月期から 2020 年 3 月期までの連結業績の概要を示したものである。

表 6-4 パナソニックの業績推移（連結）

（単位：百万円）

	米国会計基準							国際財務報告基準				
	2010/3	**2011/3**	**2012/3**	**2013/3**	**2014/3**	**2015/3**	**2016/3**	**2016/3**	**2017/3**	**2018/3**	**2019/3**	**2020/3**
売上高	7,417,980	8,692,672	7,846,216	7,303,045	7,736,541	7,715,037	7,553,717	7,626,306	7,343,707	7,982,164	8,002,733	7,490,601
前期比	95.5%	117.2%	90.3%	93.1%	105.9%	99.7%	97.9%	－	96.3%	108.7%	100.3%	93.6%
営業利益	190,453	305,254	43,725	160,936	305,114	381,913	415,709	230,299	276,784	380,539	411,498	293,751
税引前利益	△ 29,315	178,807	△ 812,844	△ 398,386	206,225	182,456	217,048	227,529	275,066	378,590	416,456	291,050
当期純利益	△ 103,465	74,017	△ 772,172	△ 754,250	120,442	179,485	193,256	165,212	149,360	236,040	284,149	225,707
営業外損益の主な内容												
	2010/3	**2011/3**	**2012/3**	**2013/3**	**2014/3**	**2015/3**	**2016/3**	**2016/3**	**2017/3**	**2018/3**	**2019/3**	**2020/3**
長期性資産の減損	△ 79,259	△ 34,692	△ 399,259	△ 138,138	△ 103,763	△ 40,032	△ 36,690	△ 23,341	△ 19,763	△ 17,536	△ 31,743	△ 51,159
構造改革費用	△ 54,872	△ 56,953	△ 184,453	△ 79,225	△ 64,134	△ 31,323	△ 21,700	△ 22,104	△ 6,336	△ 5,694	－	－

(出所)パナソニック㈱「有価証券報告書」より筆者作成

2010 年 3 月期は、売上高が前期に対し 95.9%と落込んではいるが、家電エコポイント制度やアジアの成長を背景とした薄型テレビの販売増などから営業利益は改善している。しかし、液晶パネル製造拠点や電池製造拠点に関する長期性資産の減損（△79,259 百万円）などにより当期純利益は赤字となっている。翌年の 2011 年 3 月期は、売上高が前期に対し 117.2%と回復し、東日本大震災の影響があったが、家電エコポイント制度の駆け込み需要、中国・インドでの好調、コスト合理化などの影響により大幅な増益となっている。

しかし、2012 年 3 月期は、売上高が前期に対し 90.3%と落込み、過去最大の赤字を計上している。これは、売上減の影響に加え、価格低下や円高の影響などによる営業利益の減少と早期退職一時金やのれん（△163,902 百万円）・固定資産の減損損失（△399,259 百万円）などの事業構造改革費用を計上したことで大幅な損失の計上になっている。なお、計上した長期性資産の減損損失は、主として「AVC ネットワークス」セグメントに帰属する国内の複数の薄型テレビ製造拠点に関連する建物、機械装置および備品等に関連するもので、製品価格の下落や円高等により計上している。

126 日経「SDG s 経営」調査では、偏差値 70 以上を総合格付け星５、偏差値 65 以上-70 未満を星 4.5、偏差値 60 以上-65 未満を星４、55 以上-60 未満を星 3.5、50 以上-55 未満を星 3 とし相対的な評価を行っている。パナソニックは、第１回調査では、星 4,5（偏差値 65-70）と高水準を位置している。

また、2013 年 3 月期は売上高が前期に対し 95.9%と落込み大きく減少するなか、固定費の大幅な削減により、営業利益は増益となった。しかし、のれん（△250,583 百万円）・長期性資産の減損損失（△138,138 百万円）などの事業構造改革費用を計上したことにより赤字となっている。長期性資産の減損損失は、主として「エコソリューションズ」セグメントに帰属するソーラー事業の特許・ノウハウや商標等に関連するものにより計上している。

2014 年 3 月期は、円安による押上効果や住宅関連事業が国内の消費税増税前の需要により伸長、また、車載関連事業もグローバルでの市況回復を背景に伸長し、売上高が前期に対し 105.9%と大幅に回復している。また、赤字事業の収益改善や固定費削減、材料合理化の取り組みなどが寄与し営業利益も良化し黒字となっている。また、「その他」のセグメントでは、パナソニックホームズが消費税増税前の駆け込み需要により好調だったが、前年度に実施した三洋電機子会社の事業譲渡の影響で全体では減収している。しかし、パナソニックホームズでは、戸建請負事業において太陽光発電パネルで屋根を構成した住宅の販売を推進したほか、分譲事業ではエネルギー自立を実現する街づくりの展開や大型スマートマンションの施工もあり、売上は好調に推移している。2014 年 3 月期に計上した長期性資産の減損損失は、主として「AVC ネットワークス」セグメントに帰属する薄型テレビ事業、回路基板事業、半導体事業に関連するもの。製品価格が継続的に下落したことにより計上している。

2015 年 3 月期は、国内では、住宅用ソーラーの販売、海外では、車載関連事業が好調に推移し増収となったが、円安による押し上げ効果もあったが、課題事業の販売絞込みや事業譲渡による販売減、国内では、住宅関連事業や家電事業を中心に消費税増税による反動影響を受け減収となっている。また、事業構造改革の効果を含む課題事業の収益改善、固定費圧縮および材料合理化の取り組みが寄与し営業利益は大幅に良化し、売上高が前期に対し 99.7%と若干の減少はあるものの増益となっている。長期性資産の減損損失は、主として「オートモーティブ&インダストリアルシステムズ」セグメントに関連し、製品需要の急減などによる収益力の低下に伴い、計上している。2014 年期および 2015 年期では消費税増税による住宅関連事業への影響がみられている。

2016 年 3 月期は、国内売上は白物家電が堅調だったが、住宅用太陽光発電システムの販売減、海外売上も BtoB ソリューション事業が伸長したが減収となり、売上高が前期に対し 97.9%と売上が伸びない中で構造改革による固定費削減、材料合理化の取り組みや事業構成の良化により営業利益も増益している。計上した長期性資産の減損損失については、主と

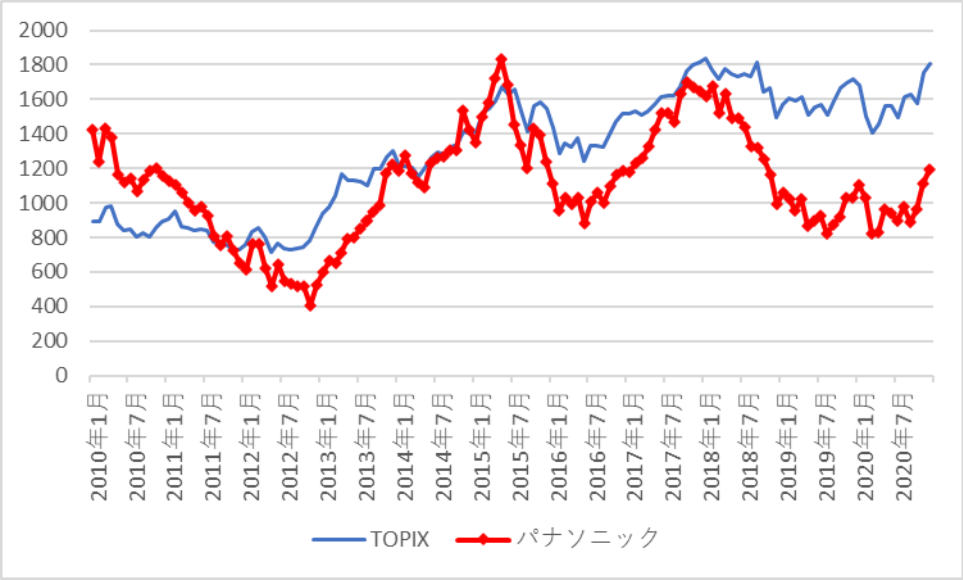
して「エコソリューションズ」セグメントに関連するものを計上している。また、2017 年 3 月期は、円高による影響が大きく、国内では、家電販売や車載向け事業が堅調であったが、住宅用太陽光発電システムの販売の苦戦などにより減収、海外では新規連結のハスマン社の寄与により好調であったが、為替が影響し売上高は前期に対し 96.3%減収となっている。しかし、固定費増加や為替の影響もあったが、合理化取組みの効果やその他の損益の改善により営業利益は増益となっている。2017 年 3 月期において、「エコソリューションズ」セグメントに帰属する一部の事業の事業環境の悪化に伴い、無形資産等に関して減損損失を計上している。2014 年期から 2017 年期では減収に対し材料合理化の取り組み等により減収をカバーしていることがわかる。

2018 年 3 月期は、車載・産業向け事業の成長などにより、売上高は前期に対し 108.7%と増収し、原材料価格高騰や先行投資による固定費増加をオートモーティブやインダストリアル事業でカバーし増益となっている。主として「エコソリューションズ」セグメントに帰属する一部の事業の事業環境の悪化に伴い、無形資産等に関して減損損失を計上している。

また、2019 年 3 月期は、車載関連やパナソニックホームズ㈱などの増販により、他事業の減収をカバーし、また、海外ではエナジーやオートモーティブにより売上高は前期に対し 100.3%と増収になり、それらに加え年金制度の一部見直しや資産売却等の一次益などにより増益となっている。2019 年 3 月期においては、「ライフソリューションズ」セグメントに帰属するソーラー事業の構造改革に伴い、有形固定資産等に関して減損損失を計上している。また、「オートモーティブ」セグメントに帰属する車載機器事業の、主に欧州事業の収益悪化に伴い、のれんおよび無形資産に関して減損損失を計上している。これら 2018 年期および 2019 年期では、他事業の増益により減収をカバーしていることがわかる。

最後に、2020 年 3 月期は、国内では新型コロナウイルス感染症の拡大による影響に加え、住宅関連事業の非連結化もあり減収、海外においてもテレビや車載事業の苦戦に加え、為替や新型コロナウイルス感染症の拡大による影響により売上高は前期に対し 93.6%減収となっている。また、間接諸経費の圧縮や合理化へ取り組み、住宅関連事業等の事業譲渡益などがあったが、中国での投資需要の低迷や新型コロナウイルス感染症の拡大による減販損の影響が大きく、事業構造改革費用の計上もあり減益となっている。主な減損損失としては「オートモーティブ」セグメントに帰属する車載機器事業の収益悪化に伴い、のれん及び無形資産に関して減損損失を計上している。また、「インダストリアルソリューションズ」セグメントに帰属する半導体事業の譲渡に伴い、有形固定資産に関して計上している。

以上を総括すると、過去最大の赤字であった 2012 年期では、売上減の影響に加え、製造拠点に関連する建物、機械装置および備品等に関連する減損が主な要因といえる。続く 2013 年 3 月期は売上高が前期に対し大きく減少するなか、固定費の大幅な削減により、営業利益は増益となったが、「エコソリューションズ」セグメントに帰属するソーラー事業の特許・ノウハウや商標等に関連するものにより計上し赤字となっている。しかし、2014 年 3 月期は、住宅関連事業が国内の消費税増税前の需要により伸長等により、大幅に回復している。この年度について、「その他」のセグメントでは、前年度に実施した三洋電機子会社の事業譲渡の影響で全体では減収しているが、パナソニックホームズの戸建請負事業において太陽光発電パネルで屋根を構成した住宅の販売を推進したほか、分譲事業ではエネルギー自立を実現する街づくりの展開や大型スマートマンションの施工もあり、売上は好調に推移し、業績回復の要因といえる。パナソニックの 2012 年期における過去最大の赤字から、2014 年期の黒字への転換には、住宅関連事業への取組みがひとつの要因として考えられる。



（出所）ヤフーファイナンス株価データより筆者作成、図 6-7 も同様

図 6-6　TOPIX およびパナソニックの株価推移（2010 年～2020 年）

ここで、2010 年 1 月から 2020 年 12 月までのパナソニックの株価（月次データ）と TOPIX を概観する（図 6-6）。これによると、藤沢 SST の施工が開始された 2012 年には過去最大の赤字であり株価も底値をつけている。しかし、それ以降、株価も上昇に転じていることが確認できるが、有価証券報告書の記載内容に照らせば、住宅関連事業の影響もあり業績は回復

しているものと考えられる。次に、図 6-7 は 2012 年 1 月から 2015 年 12 月までの TOPIX およびパナソニックの株価を指数化したものである。これによると、遊休不動産開発の行われた 2012 年以降では TOPIX よりも大きく上振れる株価の動きも見受けられる[127]。

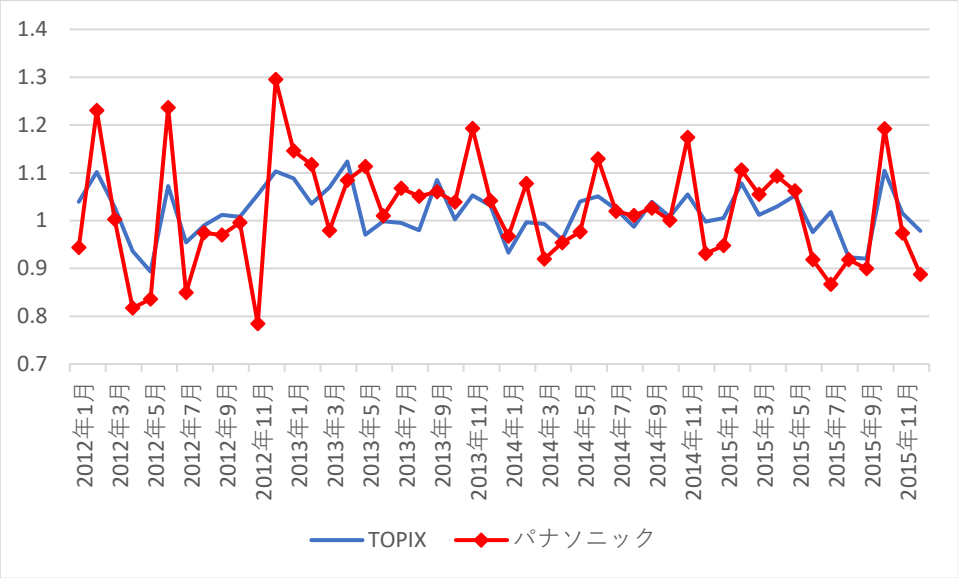


図 6-7　TOPIX およびパナソニックの株価指数推移（2012 年～2015 年）

4.4　パナソニックホームズの業績推移

次に藤沢 SST プロジェクトのうち戸建分譲プロジェクトを手掛けたパナソニックの関係企業であるパナソニックホームズについて検討する。

表 6-5　パナソニックホームズの業績推移

（単位：百万円）

	2010/3	2011/3	2012/3	2013/3	2014/3	2015/3	2016/3	2017/3
売上高	260,388	269,450	293,152	289,402	324,458	325,622	352,971	359,607
前期比	91%	103%	109%	99%	112%	100%	108%	102%
営業利益	5,343	7,831	10,665	11,089	14,222	12,759	15,851	11,848
税引前利益	5,062	6,768	10,692	11,740	14,520	12,907	15,825	11,480
当期純利益	2,428	4,324	6,123	7,331	8,925	7,995	10,053	7,559
営業外損益の主な内容								
	2010/3	**2011/3**	**2012/3**	**2013/3**	**2014/3**	**2015/3**	**2016/3**	**2017/3**
減損損失	23	634	129	78	231	97	10	22
固定資産売却益	4	9	0	2	18	68	2	0
固定資産除売却損	89	36	61	29	100	67	108	77

127 パナソニック㈱「有価証券報告書」第 107 期（2014 年 3 月期）によると、前年度に米ドル及びユーロに対する過度な円高進行に歯止めがかかり総じて円安傾向が継続したが、一部の事業で生産拠点の海外シフトを進めてきたこともあり為替相場がグループ全体の業績に与える影響は減少している。

単体								
	2010/3	**2011/3**	**2012/3**	**2013/3**	**2014/3**	**2015/3**	**2016/3**	**2017/3**
完成工事高	152,341	160,464	183,935	178,008	175,754	168,054	173,430	172,779
不動産事業売上高	41,344	38,680	33,910	34,558	49,907	43,970	44,610	47,327
住宅システム部材売上高	30,075	31,114	32,932	30,656	35,854	33,418	31,808	31,121
売上高合計	223,760	230,258	250,777	243,222	261,515	245,442	249,848	251,227
完成工事総利益	37,970	40,071	45,528	44,364	46,265	41,017	43,977	43,351
不動産事業純利益	3,287	3,749	4,113	5,029	6,684	6,387	6,997	7,960
住宅システム部材純利益	10,597	10,988	10,379	9,468	10,003	8,895	8,642	8,338
売上総利益合計	51,854	54,808	60,020	58,861	62,952	56,299	59,616	59,649

(出所)パナソニックホームズ㈱「有価証券報告書」より筆者作成

当該戸建プロジェクトは 2014 年 2 月 15 日にパナソニックホームズ 34 区画、三井不動産レジデンシャル 28 区画を初弾とし販売開始し、約 600 戸販売予定の開発である。表 6-5 はパナソニックホームズの 2010 年 3 月期から 2017 年 3 月期までの業績の推移を示したものである。なお、パナソニックホームズは、2017 年 10 月にパナソニックの完全子会社となり 2018 年 4 月よりパナソニックホームズ株式会社へ社名変更した。のち 2020 年 1 月にはトヨタ自動車（株）とパナソニックによる街づくり事業の共同出資会社プライムライフテクノロジーを設立し、パナソニックホームズの全株式を移管している。

2010 年 3 月期は、売上高が前期に対し 91%と落込んではいるが、減損損失は△23 百万円と大きくはなく当期純利益は黒字である。主な減損損失について、遊休資産の時価の下落等により計上している。また、固定資産売却益の主なものは機械装置及び運搬具の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具の除売却によるものである。この年度では、「長期優良住宅」の認定基準に適合する住宅を積極的に販売し、人と地球にやさしい生活快適エコライフ住宅の実現を目指し、戸建請負事業、分譲事業、資産活用事業、リフォーム事業への取組みをみせた。しかし、戸建・集合請負売上が伸び悩み、売上高は前年同期比 91.5%となっている。また、分譲事業では、国土交通省主導の「住宅・建築物省 CO2 推進モデル事業」で採択された提案を具現化した「エコライフタウン練馬高野台」など、環境との共生に配慮した街づくりを展開した。また、太陽光発電システムを全 100 戸に採用した「パナソニックホームズ・シティ西神南Ⅰ・Ⅱ」が経済産業省と独立行政法人 NEDO が主導する「新エネ百選」に選ばれるなど、環境経営を目指す街づくりが高く評価された。しかし、景気低迷の影響で受注が低迷し、戸建・集合請負売上が伸び悩み、売上高は前年同期比の 91.5%となり、コスト削減は順調であったが、売上高の減少により減益となっている。

2011 年 3 月期は、売上高が前期に対し 103%と売上は回復している。減損損失については△634 百万円を計上し、賃貸資産の時価下落及び賃料水準の低下、事業用資産の旧設備の廃棄予定資産、遊休資産の時価の下落により計上している。また、固定資産売却益の主のものは機械装置及び運搬具の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具の除売却によるものである。住宅業界においては、住宅ローン減税や贈与税の軽減措置等の住宅需要を喚起する施策効果もあり、新設住宅着工にはゆるやかな改善が見受けられた。地球環境に配慮するとともに住生活文化の発展に貢献する「住宅生活産業 No.1 の環境革新企業」を目指し、事業に取組み、この取組みを優れた環境性能と快適なくらしを両立させる「エコアイディアの家」として具現化し、積極的に取り組んでいる。この「エコアイディア」への取組みが評価され「ハウス・オブ・ザ・イヤー・エレクトリック 2010」において受賞している。しかし、震災による影響が一部発生したが売上高は前年同期比 3.5%の増加となっている。

2012 年 3 月期は、売上高が前期に対し 109%と増収している。減損損失については 129 百万円を計上し、賃貸資産の時価下落及び賃料水準の低下、遊休資産の時価下落等により計上している。また、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具、土地の除売却によるものである。この年度では、東日本大震災の影響もあり、応急仮設住宅の建設や復旧支援商品の販売など、復旧・支援活動に取組みをみせた。また、分業事業において、スマートシティの展開をはじめ、藤沢 SST プロジェクトにおいては、住宅にまつわる技術、性能について積極的に提言・提案をしてきている。その結果として、売上高は前年同期比 8.8%となり増収・増益となっている。

2013 年 3 月期は、売上高が前期に対し 99%と減収となっている。減損損失については 78 百万円を計上し、賃貸資産の時価下落及び賃料水準の低下、遊休資産の時価下落等により計上している。また、固定資産売却益の主なものは機械装置及び運搬具の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具、土地の除売却によるものである。エコでスマートなくらしの実現を目指し、環境貢献と事業拡大を一体化とする成長戦略を展開し、分譲事業では、パナソニックホームズスマートシティの展開を推進、世代を越えてエコで快適な暮らしを実現するサスティナブルでスマートな街づくりを進めている。その結果、戸建請負売上の減少等により、売上高は前年同期比 1.3%減だが、経営全般にわたる業務効率化による固定費等の合理化や原価の低減活動等により増益している。

2014 年 3 月期は、売上高が前期に対し 112%と大幅に回復している。減損損失について

は、遊休資産の時価下落により△231 百万円を計上している。また、固定資産売却益の主なものは機械装置及び運搬具の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具によるものである。住宅産業から住宅生活産業へと事業拡大し、分譲事業では、パナソニックホームズスマートシティ草津や藤沢 SST の販売も順調に推移している。不動産事業の売上高が大幅な増進をみせ、売上高は前年同期比 12.1%増、販促費用の増加はあったが増益している。

2015 年 3 月期は、売上高が前期に対し 100%と若干の増加はみられるが横這いである。減損損失については、賃貸資産の時価下落及び賃料水準の低下、遊休資産の時価の下落により△97 百万円を計上している。また、固定資産売却益の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具、土地の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具、土地の除売却によるものである。この年度から、新築請負事業、街づくり事業、ストック事業、海外事業の４事業分野を経営の軸に捉えて事業を展開している。街づくり事業については、藤沢 SST の販売が好調に推移し、また、J-REIT の資産運用会社と連携を開始し、保有賃貸マンションを売却している。売上高は前年同期比 0.4%増で、利益については、売上構成の変化や粗利益率が低下したことにより減益している。

2016 年度 3 月期は、売上高が前期に対し 108%と増加し、減損損失については、賃貸資産の時価下落により△10 百万円を計上している。また、固定資産売却益の主なものは、機械装置及び運搬具、土地の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、土地の除売却によるものである。街づくり事業では、藤沢 SST をフラッグシップとし、快適性・地域特性・環境に配慮した街づくりを推進している。また、マンションでは国土交通省「住宅・建築物省 CO2 先導事業」に採択され、先進 MEMS（マンション・エネルギー・マネジメント・システム）や災害時の備えに対応したパークナード目黒カレンの販売が好調に推移した。その結果、新築請負およびリフォーム売上が堅調に推移したことにより売上高は前年同期比 8.4%増、増販益や粗利益改善により増収となっている。

2017 年 3 月期は、売上高が前期に対し 102%と若干の増加をみせ、減損損失については、賃貸資産の時価の下落、事業用資産の使用見込みがないため△22 百万円を計上している。また、固定資産売却益の主なものは、機械装置及び運搬具、土地の売却によるものであり、固定資産除売却損の主なものは建物及び構築物、機械装置及び運搬具の除売却によるものである。分譲土地・建物では藤沢 SST をフラッグシップに快適性・安全性・長期にわたる資産価値の継続・環境に配慮し、地域特性を考えた街づくりを推進している。また、新規事業

としてパナソニックホームズが不動産を所有し一定期間賃貸経営をする保有事業や戸建分譲・マンションの用地仕入れを積極的におこなっている。売上高は前年同期比 1.9%増となったが、費用の合理化を図る一方、先行投資を進めた結果減益となっている。

以上を総括すると、パナソニックホームズは、調査対象期間の 2010 年期より環境との共生に配慮した街づくりを展開する等の環境経営に積極的な取組みをみせている企業であり、環境経営を目指す街づくり等が高く評価されている。この環境への取組みはパナソニックホームズ単体ではなく、パナソニックグループとして全社的にエコアイディアへの取組みをみせている。2014 年からは、住宅生活産業へと事業拡大をみせ、藤沢 SST の販売等により、大幅な増収増益をみせている。また、2015 年からは、街づくり事業を展開し、前期同様に藤沢 SST の販売が好調に推移したことも業績好調の要因といえる。このように、グループ全社的な環境経営への取組みが評価されることに加え、街づくり事業が業績にも影響を与えているものと考えられる。

第 5 節　ヒアリング調査

本節では、パナソニックのビジネスソリューション本部 CRE 事業推進部の荒川剛氏（Fujisawa SST マネジメント㈱代表取締役社長）と竹村英樹氏のヒアリング内容をもとにパナソニックにおける CRE 戦略について考察する。当該ヒアリングは 2021 年 6 月 15 日㈫ 10 時 30 分よりオンライン会議（Microsoft Teams）により実施した。ヒアリングは荒川剛氏によるパナソニックが進めるサスティナブル・スマートタウンの概要説明を受け、その後、筆者による質疑応答という流れで進められた。

荒川剛氏のパナソニックが進めるサスティナブル・スマートタウンの概要説明によると、パナソニックでは、2008 年から 2010 年頃のスマートタウン・スマートシティの第 2 次ブームのなか、「サスティナブル」であることを重視したスマートタウン構想をたてた。パナソニックは製造業でありながら街づくりを進めるにあたり、本格的なデベロッパーではないことから、街づくりに関して一般的なデベロッパーのプロセスでは進められない。そこでデベロッパーをはじめとする各分野の専門事業者との協業を前提に、自らの目的（後述の CRE 戦略）達成のために、家電メーカーの強みであるエンドユーザー視点での「暮らし」を起点とした構想に基づいて、藤沢 SST プロジェクトを進めた。この構想は、現在の街ではなく、将来起こり得る社会課題の解決を見据えた上で、この街でスマートライフを実現していくサービスや住宅施設の設計、必要最小限のインフラ構築等、未来の暮らしの実現を想定した

ものである。また、企業や自治体が主体となるものでもなく、地域住人や企業、自治体と連携しながら、社会課題の解決と継続的な街の発展につなげていく思想のもと街づくりを推進している。

パナソニックでは自社の CRE 戦略に基づき、「自社遊休地を活用し、事業価値、財務価値、地域価値の３つの価値を実現する」という考えのもと、藤沢市と官民連携の藤沢 SST プロジェクトが発足した。まず、事業価値とは、街づくりにおいては分野が多岐にわたるため、パナソニックグループ全社での先進的なソリューションを導入し、街の中での実証実験による新規事業の創出、パートナー企業との協業機会の創出により事業価値を高めることである。また、財務価値とは、単なる遊休地の売却ではなく、一部保有しながらもデベロッパー等との開発により不動産価値を高め、財務価値の向上を目指すものである。最後に地域価値とは、社会課題の解決、特に地域課題の解決が重要であり、工場にかわる新たな街への関わり方としてのブランディングが地域貢献になる。これら 3 つの価値を通じ、事業や地域、社会のイノベーションを実現する。

街づくりのプロセスは、①藤沢市と共同で街づくりの方針を策定②明確なコンセプトのもと③環境目標やエネルギー目標等の街で達成すべき目標を数値化④プロジェクト推進・街全体・街のサービスや暮らしのガイドラインを設定⑤具体的に運用していく仕組みとタウンマネジメント会社の設立によりサービスを提供する。また、タウンマネジメント会社は、パナソニックが筆頭株主となり他８社の共同出資により運営され、街づくりの参画団体は、多業種企業 18 団体と行政が連携し街づくりを推進している。これによりパートナー企業にとっては新規事業等のイノベーションを起こすきっかけにもなってくる。

進化し続ける街にむけて５つのサービス（エネルギー・セキュリティ・モビリティ・コミュニティ・ウェルネス）を展開しているが、これらの取組みを対外的に情報発信することで、他企業からの提案をうけることもある。また、地域住民等とのタウンミーティングやワークショップにより、様々な意見を取り入れ、新規サービス創出活動を展開している。実際に事業者が街をさらに良くしていこうという取組みから実証し事業展開しているものもある[128]。そうした取り組みを通じて街づくりの先進性が認められ国内外から高い評価を得られている。昨今、SDGｓ・Society5.0、カーボンニュートラル等の言葉が普及し社会的な環境の変

128 まとめて配送・オンデマンド配送サービス、エアコン見守りサービス等、街づくりの中でパートナー企業と開発しながら実証しているものは、継続中のもので 60 件ほどあり事業として世の中にリリースされているものは 10 件ほどある。

化がある中、パナソニックでは未来は常に変化していくものだと考えている。思い描いていた未来のビジョンが事業実証を通じて徐々に具体化しつつある中で、特に企業が先導して社会課題の解決方法を具体化していくことが必要だと考えている。それには藤沢 SST や綱島 SST のようなフィールドで、技術だけではなく地域住民や自治体、パートナー企業と共に共創し、新たなビジネスモデルやソリューションを実現していくことが必要だと考えている。重要な点は、常にアップデートしていく取り組みが主体的に行われていくフィールド、挑戦し続けるためのフィールドがパナソニックの考えるサスティナブル・スマートタウンの価値だと考えている。この考えは藤沢 SST だけでなく綱島 SST、吹田 SST も共有した思想のもと街づくりは進められている。

以下、ヒアリング時の主な質問事項とその回答を記載する。

質問：企業不動産戦略という考えが貴社ではいつ頃から取り入れられ（CRE 担当部署発足）、当初の企業不動産戦略に対する考え方と現在の考え方の違いや変化などはあるのか。

荒川氏：組織は 2014 年に発足したが、それ以前から紆余曲折しながら取り組みは続けてきています。特に藤沢 SST のプロジェクトは象徴的なものであり、藤沢工場の撤退は 2007 年に決定し対外的に公表されたのは 2008 年であるが、単純売却から不動産活用に切り替わってきたタイミングだと思っています。当時リーマンショックの影響もあり、工場跡地のような大規模敷地の売却は容易ではなく、保有していることでコストが嵩んでしまいます。そのような中で工場跡地の活用方法について、単純売却という視点からメーカーならではの事業としての不動産活用という視点に切り替わってきたと思います。この当時のパナソニック社長である大坪文雄はエコアイディアや環境に注力しており、環境ソリューションを導入することにより地域の環境に貢献できるのではないかという理念のもと、企業不動産を専門的に考える部署もなかったため、組織横断型のプロジェクトとして進められてきました。

竹村氏：主には土地建物管理をする施設管財部と新しい事業をつくる事業開発の部門が連携してプロジェク化し、全社横断的プロジェクトとして進められ、最終的に組織という形になりました。

質問：貴社の CRE 担当部署には、何人程度のスタッフが在籍しているのか。不動産業務の経験値や不動産資格（宅建士、建築士、鑑定士等）の保有状況はどのようなものか。

荒川氏：CRE 事業推進部では、不動産業務経験者や不動産資格（建築士、宅建士等）を持つ者も在籍するが不動産鑑定士においては在籍しておりません。グループ内の全リソースを

活用し、また、協業企業との取組みが柱となるので、鑑定評価も含め、他企業との繋がりを持つことが事業価値の創出となると考えています。

質問；貴社では遊休不動産開発を含め環境経営に注力していると認識しているが、CSR（社会的責任）としての側面と ESG 経営（自社の事業）としての側面のどちらが強いのか。

荒川氏：パナソニックの創始者である松下幸之助は、事業は単独ではなく、社会課題の解決と密接に関わるという思想のもと社会課題の解決を事業の機会と捉えて社会貢献していくことが事業への姿勢です。そういった観点から CSR、ESG の両側面もあるが、事業としての成立を考えると、ESG 経営としての側面のほうが強いのかもしれません。

質問：藤沢 SST・綱島 SST の遊休不動産開発後の貴社の財務的な影響やその変化等。

荒川氏：藤沢 SST 等の取組みを通じて社会的に評価されるようになってきたので、株価などには少なからず貢献はできていると思います。また、デベロッパーではないため開発による利益を目的としていないが CSR の視点を持ちつつ事業としても成立させています。

質問：藤沢 SST・綱島 SST の遊休不動産開発について貴社のメインバンクの理解や支援は得られたのか。

竹村氏：この SST 事業単独でいくと借入をして開発を行うといった形ではございません。

荒川氏：自社の遊休地をベースに、工場跡地の一部を保有し土地売却によって事業費を捻出し開発を行っています。

質問：藤沢 SST・綱島 SST 開発前の課題（もしくは目指す方向性）と開発後の課題はどのようなものか。

荒川氏：常に課題はあります。開発前の事業目論見とその後の社会の変化、技術の進歩等の変化への対応や、構想を描き具体化していくプロセスにおいてステークホルダーをまとめ合意形成を図る必要等、常に課題には直面し、課題解決への対応が求められています。

質問：藤沢 SST・綱島 SST 開発後の地域社会への影響で変化が感じられた点。

荒川氏：綱島 SST はまだオープンから 3 年ですので地域の不動産価値の上昇等の話は聞きますが、藤沢 SST は、それらに加えて地域のイメージ等にも貢献できていると思います。行政の方々からもそういったご意見もよく伺いますし、ここ数年で藤沢市も住みやすい街として捉えられるようになり、藤沢市のイメージには貢献できていると思います。そういった意味では、地域課題の解決のための手段としての街づくりなので、過去の課題が解決したということは変化があったと考えています。

竹村氏：パナソニックとしてはその地域で長年稼働させてもらっていたので、地域ブランデ

ィングの一環として藤沢 SST や綱島 SST として進め、情報発信することで地域への貢献になると考えています。

質問：藤沢 SST・綱島 SST 開発後その発展の可能性（近隣地域でも同様の開発を行うなど）。

荒川氏：ケースによりますが、近隣で開発案件があった場合に、お声がけ頂いて発展する可能性もございます。また、実際にもそういった案件への取組みも行ってきています。

竹村氏：パナソニックでは、自社工場が機能しなくなった場合の遊休地活用は行いますが、あくまで電機メーカーなので、土地を購入・開発といった不動産事業は基本的には行いません。

質問：藤沢 SST・綱島 SST 開発について成功したと感じられる点。

荒川氏：成功したかどうかという点は非常に難しいです。パナソニックで目指しているものは 100 年続く街ですので、このプロジェクトが成功したのかについては 100 年後を振り返って初めてわかってくることだと思っています。周りの方々からこれは成功モデルだと仰って頂くこともありますが、今のところ、どちらとも言えず、成功するまでやり続けるということが重要になってくると考えています。部分的に切り出すと、失敗も多いですが、できなかった点や課題などもありますので、その点は絶えず評価し取り組んでいます。

質問：現在、貴社で抱えている遊休不動産（もしくは今後の工場閉鎖による跡地等）の今後の活用方法、またどのような視点をもった遊休不動産活用が今後必要となっていくのか。

荒川氏：今後の遊休不動産活用方法は、現在は吹田工場跡地の吹田ＳＳＴや品川の自社物件をリノベーションするなど活用方法は地域や用途によって異なると思います。

質問：今後の企業不動産活用において重要になると考えられる点。

荒川氏：社内でもよく議論しておりますが、今後の企業不動産活用においては、継続性が重要で、単に維持するのではなく常にアップデートし、場合によっては遊休地等の売却もあり得るが、いかにして進化させ本業事業に生かしていくのか、社会への貢献といった視点が重要になってくると考えています。

竹村氏：パナソニックの事業成長のためには、他企業との協業関係を築きながら新規事業を創出していくことが重要であり、そのため、他企業との関わりを持つフィールドが必要となってくると考えています。そのため企業不動産戦略と考えると流動化だけでなく、協業機会の創出につながるフィールドとしての不動産活用も必要になってくると考えています。

以上総括すると、藤沢工場の撤退を決定した当時、リーマンショックの影響もあり、工場跡地のような大規模敷地の売却は容易ではなく、保有していることでコストが嵩む。そのよ

うな中で工場跡地の活用方法について、単純売却という視点からメーカーならではの事業としての不動産活用という視点に切り替わってくる。この当時のパナソニックでは、エコアイディアや環境に注力しており、環境ソリューションを導入することにより環境貢献できるのではないかという理念のもと、全社横断的なプロジェクトとして進められ藤沢 SST は象徴的な取組みとなり、スマートタウンとして活用することになる。

プロジェクトを進めるうえで、事業実証を通じて、特に企業が先導して社会課題の解決方法を具体化していくことが必要である。それにはスマートタウンというようなフィールドで、技術だけではなく地域住民や自治体、パートナー企業と共に共創し、新たなビジネスモデルを実現していくために情報発信や情報共有も必要となってくる。

藤沢 SST は、前述のとおり自社の遊休地をベースに、工場跡地の一部を保有し、土地売却によって事業費を捻出し開発を行い、その取り組みを通じて社会的評価は得られている。しかし、常に課題はあり、社会や技術の進歩等の変化により、開発前の事業目論見と乖離が生じ、その変化への対応や、ステークホルダーをまとめ合意形成を図る必要等、常に課題には直面し、課題解決への対応が求められる。それらの取り組みを通じ、過去の課題解決に貢献することで開発後の変化があったと考える。また、不動産価値の向上に加え、藤沢工場として地域ブランディングから藤沢 SST というブランドイメージが地域に貢献できている。藤沢 SST プロジェクトは、成功事例として評価を受けるが、100 年続く街を目指しているため、自社では成功モデルとは評価せず成功するまで続くプロジェクトである。

藤沢 SST に続くプロジェクトである綱島工場跡地や吹田工場跡地を活用した綱島 SST・吹田 SST では、2014 年に藤沢 SST プロジェクトの延長線上で新設された CRE 事業推進部にて手掛けられている。当該 CRE 事業推進部は、不動産業務経験者や不動産資格を持つ者も在籍するが不動産鑑定士においては在籍していない。しかし、協業企業との取組みが柱となるので、鑑定評価も含め、他企業との繋がりをもつことが事業価値の創出となる。

また、パナソニックの創始者である松下幸之助の思想は、事業は単独ではなく、社会課題の解決を事業の機会と捉えて社会貢献していくことが事業への姿勢である。したがって、当該 CRE 事業推進部では、CSR の側面もあるが、ESG としての側面も強く、省エネ等パナソニックが技術あるいは力を入れている分野として事業を進めている。

今後の企業不動産戦略においては、継続性と常にアップデートしていくことが重要であり、いかにして進化させ本業事業に生かしていくのか、社会への貢献といった視点が重要になってくる。また、パナソニックの経営課題は他企業との協業関係を築きながら新規事業の

創出していくことであり、不動産を単に流動化を考えるのではなく、他企業との関わりを持つことでフィールドを作ることで協業機会の創出につながるという視点も必要となってくる。

第6節　まとめ

第 6 章の目的は、遊休不動産開発が企業の中長期的な成長ひいては地域社会の成長の実現に資するものか、その影響を明らかにすることであった。具体的には、一般的に CSR 評価が高く、先進的に ESG 経営への取組みをみせているパナソニックの遊休不動産開発の事例を取り上げ、業績数値および地域社会への影響を検討した。

パナソニックにおける遊休不動産開発が行われた藤沢市の辻堂地区では、藤沢市全体の世帯数および人口総数ともに増加傾向ではあるが、当該地区の世帯数および人口総数は一番の増加数であった。また、住宅地および商業地の地価公示について、近隣地域と比較し低下傾向にある地域もあるなか、当該地区では住宅地および商業地ともに上昇傾向にあった。

藤沢 SST プロジェクトを手掛けたパナソニックおよび関連会社であるパナソニックホームズの業績を検討した結果、当該事業が施行開始された 2012 年 3 期には過去最大の赤字となり、翌 2013 年 3 期についても赤字のまま低迷したが、2014 年 3 月期は、住宅関連事業の伸長等により、大幅に回復している。この年度について、パナソニックホームズについても 2014 年からは、住宅生活産業へと事業拡大をみせ、藤沢 SST の販売等により、大幅な増収増益をみせ業績好調の要因であった。

ヒアリング調査より、パナソニックの CRE 戦略は、自社の遊休地を活用して事業価値、財務価値、地域価値の３つの価値の創出を目指したものであり、社会課題の解決を事業の機会と捉えて社会貢献していくという姿勢の取組みをみせているものである。これは社会貢献等のいわゆる CSR 活動としての側面も強いが、本業事業を生かした上での CRE 戦略が重要となってくる。また、進化していく街づくりにむけて、特に企業が先導して社会課題の解決方法を具体化していくことが必要である。それには、より多くのパートナー企業や行政、地域住民等の利害関係者と連携していくために情報発信や情報共有が新たなビジネスモデル構築のために必要不可欠なものとなる。

パナソニックでは、1970 年代より公害対策に取組みをみせ、環境宣言を発信し、環境保全活動を開始した。環境経営主軸とし、メーカーである強みを生かしたエンドユーザー視点からの環境ソリューションを導入している。近年、環境法規制への対応や環境リスクの予防、

CSR への要求の高まり等から、企業が持続的に発展していくには環境経営が必要不可欠である。パナソニックでは、そのような社会的潮流を見据えながら協業企業等との関係を築き社会課題の解決にむけた CRE 戦略が、地域社会への貢献、さらには地球環境問題等の社会問題への課題解決につながり企業の社会的信用の維持・向上や企業価値の向上に資するものになっていると考える。また、関係企業との情報共有が協業機会・新規事業の創出等の見極めになると考える。

第 4 章・第 5 章で検討したように、投資家等の利害関係者は遊休不動産情報に高い有用性を認め、遊休不動産を保有する企業では遊休不動産利活用の新しいビジネスモデルへの対応が求められている。また、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。本章の事例で取り上げたパナソニックにおける遊休不動産開発は、全社的に取り組みをみせる環境経営および自社の工場跡地を活用した遊休不動産開発であり、地域社会の成長の実現に寄与した合理的な企業不動産戦略と考える。

終章の第 7 章「結論と今後の展望」では、本論文の各章を要約し、検証結果の概要を述べる。加えて、本論文から得られた知見に基づいて、遊休不動産をめぐる合理的な企業不動産戦略への示唆を述べる。また、今後の展望を述べ本論文の結びとする。

【参考文献】

[1]ESG 不動産投資のあり方検討会（2019）「中間とりまとめ～我が国不動産への ESG 投資の促進に向けて～」

[2]坂本道弘(2012)「Fujisawa サスティナブル・スマートタウン構想（特集　低炭素型のまちづくり)」『土地技術』第 67 巻第 6 号、PP. 27-31.

[3]坂本道弘(2014)「FujisawaSST の挑戦（特集　電気利用のスマート化と国際電気標準会議（IEC）東京大会)」『電気評論』第 99 巻第 10 号、pp. 40-45.

[4]坂本道弘(2011)「Fujisawa サスティナブル・スマートタウン構想（特集　地球温暖化問題への対応)」『新都市』第 65 巻第 8 号、pp. 48-53.

[5]パナソニック㈱「パナソニックが進めるサスティナブル・スマートタウン」プレゼンテーション用資料

[6]パナソニック㈱「有価証券報告書」第 103 期（2010 年 3 月期）から第 113 期（2020 年 3 月期）

[7]パナソニックホームズ㈱「有価証券報告書」第 53 期（2010 年 3 月期）から第 60 期（2017 年 3 月期）

[8]牟禮恵美子(2013)「パナソニックにおける環境経営と業績との関係について」『会計プロフェッション』第 8 号、pp, 227-250.

第７章　結論と今後の展望

第１節　はじめに

本論文では、遊休不動産情報を活用し、企業および投資家を分析対象として、両側面から検討し、【究明課題 1】企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か、および【究明課題 2】社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響の２点を究明課題として取り組むことで、企業活動における遊休不動産のあり方に示唆を与えるものと考える。

第 1 の問題意識は、企業の保有する遊休不動産の懸念される点は、不動産の市場性が減退してしまうことであり、合理的な企業不動産戦略によって市場性の減退を抑制する必要がある。したがって、遊休不動産を保有する企業が、それをどのように利活用していくことで企業価値を高められるのか、今後の経営戦略はどのようにあるべきかを検討する必要がある。

また、企業が作成する財務情報は、経営者の意図に左右される。それは、企業が開示する情報は忠実な表現がなされた財務情報であるのか投資家等の利害関係者は直接的に観察できないからである。それらの財務情報の信頼性が担保されているのかについては、各企業のガバナンスや企業を取り巻く制度環境にも依存する。したがって、企業を取り巻く利害関係者はどのような情報に有用性を認めるのか検討する必要がある。

第 2 の問題意識は、遊休不動産は工場跡地等の遊休状態の割合が高い傾向にあり、土壌汚染問題等の発覚の可能性があることを指摘できる。それらの遊休不動産は土壌汚染、アスベスト汚染、CO2 問題等の環境問題における存在は大きく、企業が果たす社会的責任が注目される。仮に、土壌汚染問題等が発覚した場合、不動産価値に影響を与えるばかりでなく、株価を通じて企業価値を損ねる可能性がある。したがって、環境問題における遊休不動産の存在は大きく、企業が果たす社会的責任が注目される。

上述の問題意識のもとに２点の究明課題に取り組み考察している。第 1 の究明課題は「企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か」である。財務報告の目的は、投資家の意思決定に有用な情報提供であることから、経営者は情報提供の非対称性を緩和させるため注記情報を充実させ、投資家に対し信頼性を伝えようとする動機と株主の効用を犠牲にして経営者の効用を最大化するといった機械主義的な動機も持つものと考えられる。他方、投資家は業種ごとに異なるベンチマークにより財務の健全性等を判断するように、企業の

保有する不動産について、その開示される注記情報から、資産特性についても異なった視点で意思決定を行うものと考えられる。

近年、国際的にも財務報告における信頼性担保に係る研究が蓄積されてきている(Glover *et al.*2017)。国内企業では報告書等の信頼性担保への取り組みに力を入れている企業も増加傾向ではあるものの、企業にとってマイナス情報となる開示に対しては消極的である。また、固定資産の減損会計や賃貸等不動産の時価開示等の不動産に関連した会計基準の変更等により、企業不動産の価格変動が財務情報およびその開示情報等に影響を与えるようになってきた。現在の会計基準には経営者の裁量性が介在し、企業が開示する情報の信頼性が担保されていないことが課題であり、慎重な検討が必要である。

第 2 の究明課題は「社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響」である。環境問題の深刻さが増すにつれ、企業に対して多くの CSR（社会的責任）活動を求めるようになってきた。これまで、大多数の研究では肯定的であり、ESG（環境、社会、ガバナンス）は企業業績に長期的に安定してプラスの影響を与えていると指摘している。さらには、環境側面からの研究において、Dixon-Fowler et al.(2013)は、環境パフォーマンスと企業業績はプラスの相関があることを指摘している。

近年、企業不動産と環境との関係が注目され、土壌汚染、アスベスト、CO_2排出等、企業不動産に起因する環境問題も多い。企業不動産を取り巻く環境の変化にともない、企業価値を向上させる経営資源として、最適かつ効率的に運用するだけではなく、所有者責任の観点から適切な管理および環境面に配慮した積極的な取り組み姿勢が求められている。企業が CSR（社会的責任）の視点を持たない場合には、様々なステークホルダーの信頼を損ない、社会的・経済的な損失等の企業価値を損なうリスクを被ることになる。したがって、企業不動産マネジメントには、環境面への配慮、地域社会への貢献などの観点も必要である。

上記２点の究明課題に対する答えを導くために本論文では 3 つの分析視点から検討した。第１に財務諸表の活用可能性、第２に非財務情報の活用可能性、第 3 に遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディである。これらの分析視点のもと、第 2 章では、企業活動における遊休不動産の課題を中心に議論し、第 3 章では本研究に関連する先行研究をサーベイし、続く第 4 章から第 6 章では、実証分析および事例分析をおこなった。

結びとなる本章では、各章で得られた知見を踏まえて、本論文の結論、究明課題への示唆及び今後の展望について述べる。第 2 節では第 2 章から第 6 章までのまとめを行い、第 3 節では、本論文の 3 つの分析視点から得られた結論を述べる。第 4 節では、結論から得られた

究明課題への示唆および今後の展望について述べ本論文の結びとする。

第2節　各章のまとめ

第2章　企業活動における遊休不動産をめぐる課題

第 2 章では、遊休不動産の基礎概念および企業活動における遊休不動産をめぐる課題について検討した。

国土交通省の「平成30年法人土地・建物基本調査（速報集計）」では、法人が所有する、空き地等を含む低・未利用地については増加傾向にある。このような企業の保有する不動産のうち企業活動にほとんど使用されていない状態にある不動産、すなわち遊休不動産には、様々な問題が生じてくる。例えば、地方都市に所在する工場等の閉鎖による就業機会の消失や、その地域周辺の経済活力への影響、さらには、その位置、規模、機能等によっては流動化リスクがみこまれ外部不経済を発生させる要因となる。また、遊休不動産の存在が空き家・空き地を発生させ、加速度的に地域社会の衰退が進むことも懸念される。

さらに、企業にとって遊休不動産を保有することは、企業経営上マイナスに働く。企業における遊休不動産は、様々な保有コストにより財務構成等への影響等、キャッシュ・フローを生んでいないことや減損リスクが高いことから企業業績に悪影響を与える。また、減損会計制度や投資不動産会計制度の注記情報により、企業の保有する遊休不動産情報は開示されているが、企業ごとにばらつきが目立ち、開示が不十分な水準にとどまる企業も少なくないため、財務諸表の信頼性が担保されているのか懸念が生じる。

以上のとおり、企業が保有する遊休不動産には各種の課題があり、企業活動における遊休不動産のあり方が社会経済に多大な影響を及ぼすことが考えられる。

第3章　関連する先行研究と本研究の位置づけ

日本において有形固定資産を（広義の）公正価値で測定する必要に迫られるのは、減損損失を計上する必要が生じ、特定年度に限って再評価が求められるケースに限られる（米山2016)。これまでの日本企業を対象とした減損会計に係る研究では、山本(2005)、榎本(2007)、藤山（2014a）等の実証分析により、減損会計適用と経営者の裁量行動が密接な関係にあることが検証されてきた。また、日本企業のガバナンスモデルの変化により、山本（2005）で支持されなかった経営者交代仮説が胡・車戸（2012)、藤山（2014b）では支持され、経営者の計上インセンティブが開示タイミングに影響し、佐々木・米澤(2000)、光定・蜂谷(2009)

では、ガバナンスモデルにより投資家評価に温度差があることが確認されている。宮島・新田（2011）では内部ガバナンスの改革促進効果を通じてパフォーマンスの格差関係を分析した結果、銘柄選択に企業統治要因が考慮され、企業パフォーマンスを向上させる効果があることが観察されている。

また、コーポレート・ガバナンスと密接に関連する内部統制はガバナンス・プロセスに内包されているものであり、コーポレート・ガバナンスが有効に機能していれば、内部統制の有効性も高まる。一方、コーポレート・ガバナンスが有効に機能していなければ、内部統制の有効性も下がるものである。近年、国際的な大手監査法人において、公正価値測定を含む会計上の見積りにおける不確実性や見積りの合理性が、監査における重要論点としてPCAOBにより指摘されている。

これまでの研究では評価専門家のタスクについて基準では明確なガイダンスが設けられておらず、社内評価専門家を監査メンバーにすることで評価専門家のタスクを修正し自己の主張を守る機会を作ってしまい(Glover *et al.* 2014)、場合によっては自身の知識を過度に頼り専門家の関与を嫌う傾向にあるため(Singh and Doliya2015)、評価専門家の関与をさけ監査の質を低下させる可能性があることを指摘している(Griffith2016)。また、FVM（公正価値測定）監査において外部評価専門家から得られた公正価値見積りは信頼性が高いが、内部統制の状態、アドバイザー等により監査人のリスクアセスメントを引き下げる傾向にあることが観察されている（Browm-Liburd *et al.* 2014,Brink *et al.* 2016)。さらに、内部評価専門家を使用している場合には主観的な手続きを適用する傾向が高く（Joe *et al.* 2014）金融FVMと非金融FVMの独立した見積りの際に、社内と第三者評価専門家に差異が確認されている（Glover *et al.* 2017)。

ESGに係る研究では、社会や環境への影響を踏まえた方針を古くから採用している企業では、独自のガバナンスメカニズムを確立している可能性が高く、非財務情報の開示における透明性のレベルが高い(Robert2014)。また、企業規模、利害関係者からの圧力、業種がESG情報開示の質に正の影響を与え(Hahn and Kühnen 2013)、情報開示スコアの高い企業ほど企業価値と正の関連があることが確認されている(Gutsche *et al.*2017)。それらESG開示情報のうち環境情報に着目したものでは、企業規模が大きくなるほど開示行動が促進され(Patten1991, Alnajjar2000)報道記事の件数が多くなる企業ほど開示行動促進要因となる(Bewley and Li2000, Cormer and Magnan2003)。一方で株式集中度、負債比率が非促進要因となり(Cormer and Magnan2003)、ガバナンスのあり方が企業のESG行動に影響を与えるも

のである(宮本・佐藤 2019)。

以上のように、全社的リスクマネジメントに基づいた内部統制システムとガバナンスシステムが財務諸表の信頼性をより向上させることになる。内部統制は取締役会および経営者も包摂したものではあるが、内部統制の構築の責任は取締役会および経営者にあるのであって、その責任を果たさないか無視するのであれば機能しないことになる。財務報告の信頼性を高めるために、経営者は適切な内部統制を構築運用されることが求められる。また、企業の ESG 行動や ESG 投資に関する情報開示が積極的な企業ほど情報開示の質は高く企業価値に対し正の影響を与えるものである。

このように、経営者の利益管理のあり方やコーポレート・ガバナンスのあり方、また、公正価値情報の信頼性の担保において監査制度および評価専門家のあり方が企業価値を左右する重要なものになると考える。

第 4 章　財務情報の活用可能性

第 4 章の目的は、減損会計基準および賃貸等不動産会計基準の開示情報が株式市場に与える影響、投資不動産（遊休不動産）保有の決定要因、鑑定人評価の選択動機および遊休不動産の売却効果を明らかにし、企業不動産情報の開示内容、特に土地等の遊休不動産情報について検討することであった。

近年、企業不動産に関連する会計制度の適用により、企業不動産の価格変動が財務情報およびその開示情報等に影響を与えるようになってきた。そこで注記により開示される情報を活用し分析を行った。減損会計基準にかかる分析では、「製造業」と「商業」を対象に減損会計適用アナウンスに基づいたイベント・スタディによる短期株価変動検証を行った。

その結果、「製造業」と「商業」の間には資産の特性にも着目している投資家行動の差異が観察された。業種による財務体質の違いから、「製造業」について投資家は、有利子負債比率の高さにくわえ流動性の低い遊休資産の存在を深刻にとらえているものと考えられる。一方で「商業」について、遊休資産は流動性が高いものが多いため有利子負債比率の高さとの関係性が投資家行動へ与える影響は小さいものと考えられる。

次に、賃貸等不動産会計基準にかかる分析では、投資不動産（遊休不動産）保有の決定要因、鑑定人評価の選択動機および投資家に対する時価情報の有用性について、それぞれ 2010 年期と 2018 年期の比較分析を行った。

その結果、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率および有利子負債比率に

変化があり、現在ではテナント運営等に対するリスク等を背景に投資不動産保有の拡大は抑えられ、借入による資金調達をして不動産を購入するという傾向が弱まっていることが推察でき、不動産活用の新しいビジネスモデルへの変化が示唆された。また、一株あたりの含み損益に対し投資家は、ネガティブな反応を示し、資産の売却困難性および資産の有効活用に着目していることが示唆された。

最後に、遊休不動産の売却情報が、株式市場ではどのような評価を受けているのかについて検証した。その結果、一般法人持株比率の大きい企業ほどポジティブな反応を示した。この結果については、一般法人持株比率と情報の秘匿性の関係から、流動性の低い工場跡地等の処分が外部のアドバイザーを介さずにスムーズに進められることができ、それらの売却情報の公表やそれに伴う特別利益の計上により株価への影響が大きいものと考えられる。

第 4 章の主要な貢献は、減損損失および賃貸等不動産の開示内容を検証することによって、遊休不動産情報に対し投資家は高い情報有用性を認めている事の発見である。また、賃貸等不動産の業種による保有の決定要因の変化、外部鑑定人の選択動機および企業の抱える投資不動産に対する投資家評価に温度差があることの発見である。

第 5 章　非財務情報の活用可能性

第 5 章の目的は、不動産市場に係る環境(Environment) に着目し、産業別に環境経営促進企業の企業特性と環境リスクに対する投資家の評価を明らかにすることであった。

環境経営度調査を活用し検証した結果、2013 年の製造業では、遊休不動産をもたない効率的な土地利用をしている企業ほど環境経営度スコアが高かった。それに対し 2019 年では、遊休不動産を保有しており、それらを効率的に利活用できている企業ほど、環境経営を促進していることが示唆された。近年では、不動産ストック利活用の機運が高まり、必ずしも遊休不動産の保有を控える経営ではなくなってきていることが示唆される。また、多数の不動産ストックを所有している運輸・倉庫・不動産のような産業では、環境経営に積極的な企業ほど企業価値の向上に寄与することが示された。さらに、環境経営に積極的な企業ではあるが、それにともなって土地資産の効率性が低い企業に対し、市場ではリスクと捉えられていることが観察された。

以上のことから、環境問題が社会経済に認識されている中、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。一方で、環境経営に積極的な取り組みを見せている企業をリスクと捉える側面もあり、開示のあり

方が適切でなければ市場で混乱をもたらす可能性もある。したがって、各企業が自らリスクを特定し、開示のあり方を検討する必要がある。

第 5 章の主要な貢献は、不動産市場に係る環境(Environment) に着目し、産業別に環境経営促進企業の企業特性と市場での反応をみることで、産業別に環境経営に対する積極性と市場での反応に温度差があることの発見である。

第 6 章　遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディ

第 6 章の目的は、遊休不動産開発が企業の中長期的な成長ひいては地域社会の成長の実現に資するものか、その影響を明らかにすることであった。具体的には、一般的に CSR 評価が高く、先進的に ESG 経営への取組みをみせているパナソニックの遊休不動産開発の事例を取り上げ、業績数値および地域社会への影響を検討した。

パナソニックでは、自社の遊休地を活用した CRE 戦略に基づいて、環境経営を主軸とした遊休不動産開発を行っている。遊休不動産開発が行われた藤沢市の辻堂地区では、藤沢市全体の世帯数および人口総数ともに増加傾向ではあるが、当該地区の世帯数および人口総数は一番の増加数であった。また、住宅地および商業地の地価公示について、近隣地域と比較し低下傾向にある地域もあるなか、当該地区では住宅地および商業地ともに上昇傾向にあった。

次にナソニックおよび関連会社であるパナホームの業績を検討した結果、当該事業が施行開始された 2012 年 3 期には過去最大の赤字であったが、2014 年 3 月期は、住宅関連事業の伸長等により、大幅に回復している。この年度について、パナホームについても 2014 年からは、住宅生活産業へと事業拡大をみせ、藤沢 SST の販売等により、大幅な増収増益をみせ業績好調の要因であった。

第 4 章・第 5 章で検討したように、投資家等の利害関係者は遊休不動産情報に高い有用性を認め、遊休不動産を保有する企業では遊休不動産利活用の新しいビジネスモデルへの対応が求められている。また、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。本章の事例で取り上げたパナソニックにおける遊休不動産開発は、全社的に取り組みをみせる環境経営および自社の遊休不動産を活用した遊休不動産開発であり、地域社会の成長の実現に寄与した合理的な企業不動産戦略と考える。近年、環境法規制への対応や環境リスクの予防、CSR への要求の高まり等から、企業が持続的に発展していくには環境経営が必要不可欠である。そのような社会的潮流を

見据えながら協業企業等との関係を築き社会課題の解決にむけた CRE 戦略が、地域社会への貢献、さらには地球環境問題等の社会問題への課題解決につながり企業の社会的信用の維持・向上や企業価値の向上に資するものになっていると考える。

第 3 節　本論文の結論

本論文では、３つの分析視点をもって分析してきた。3 つの分析視点とは、①財務諸表の活用可能性、②非財務情報の活用可能性、③遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディについて検討することであった。

本論文の結論は、企業は遊休不動産情報の開示のあり方や利活用方法により、企業価値を左右するというものである。

第 4 章では、分析視点①財務情報の活用可能性として、利害関係者の分析視点の 1 つである財務情報から読み取れる、遊休不動産情報について検討し、投資家は高い情報有用性を認めている事を示した。また、業種による投資不動産保有の決定要因の変化、外部鑑定人の選択動機および企業の抱える投資不動産に対する投資家評価に温度差があることを示した。

投資家は資産内容、特に土地等、遊休不動産情報に対し情報有用性を認めていることが観察されたが注記情報開示には企業ごとにばらつきが目立つ。したがって、減損損失の注記において保有する資産を明確に把握できるよう示すことで、透明性の高い情報開示となり、情報の信頼性が担保されると考える。また、投資不動産（遊休不動産）を保有する企業では遊休不動産利活用の新しいビジネスモデルへの対応が求められていることが示唆された。

続く第 5 章では、分析視点②非財務情報の活用可能性とし、環境経営および環境リスクに着目し、環境情報開示に対する課題を検討した。産業別に環境経営に対する積極性と市場での反応に温度差があり、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。一方で、環境経営に積極的な取り組みを見せている企業をリスクと捉える側面もあり、開示のあり方が適切でなければ市場で混乱をもたらす可能性もある。したがって、各企業が自らリスクを特定し、開示のあり方を検討する必要がある。

第４章および第５章で議論してきたように利害関係者にとって高い情報有用性のある遊休不動産情報と企業の遊休不動産に対するビジネスモデルのあり方が重要なものと考える。これらを踏まえ、第 6 章では、分析視点③遊休不動産を活用した自社開発のケーススタディとして、パナソニックの遊休不動産開発事例を取り上げ、遊休不動産開発が企業の中長期的

な成長ひいては地域社会の成長の実現に資するものか検討した。当該企業では、自社の遊休地を活用するCRE戦略に基づいて、環境経営を主軸とし、社会課題の解決を事業の機会と捉えて社会貢献していくという姿勢の遊休不動産開発であった。当該事例を検討した結果、環境経営に注力する企業では、遊休不動産を活用した地域社会への貢献が企業価値に影響を与えることを確認した。全社的な環境経営に取り組みをみせる企業および自社の遊休不動産を活用し持続可能な街づくりとして行う遊休不動産開発が、地域社会の成長の実現に寄与する合理的な企業不動産戦略と考える。

本論文では、以上の3つの分析視点からの分析を試みたが、企業不動産の関係者は広範に存在し、それら企業を取り巻く利害関係者は企業不動産に対する関心事や情報のニーズは異なるものである。本論文で明らかになった事項が企業を取り巻く利害関係者にどのように有用性があるのか、特徴的なものを以下の表7-1に整理している。

①経営者・CRE担当部署

・遊休不動産・処分予定資産の業種による市場反応の相違等の検証結果から、売却、保有に際して、自社保有の遊休不動産活用方法の模索の根拠として遊休不動産情報の有用性がある。

・売却に際して、一般法人持株比率の高い企業では情報の秘匿性が保たれ、流動性の低い大規模な工場敷地等がアドバイザーを介さずにスムーズに進められるため、売却による財務体質の改善等の意思決定の際の根拠として有用性がある。

・保有に際して、一般法人持株比率・金融機関持株比率の高い企業では、グループ企業間の監視やモニタリングにより遊休不動産を持たない経営が財務体質の改善につながり、ガバナンスの強化による効率的な経営指針の策定などへ有用性がある。

・社債を発行する企業では遊休不動産を保有している傾向があるという検証結果から、保有に際してモニタリング機能の強化に対する根拠として財務情報の有用性がある。

・研究開発費が高い企業では遊休不動産を保有しないという検証結果から、資金の運用方法等、企業の投資行動などの意思決定の根拠として財務情報の有用性がある。

・評価について、含み損益規模の大きな企業ほど社外の鑑定人を採用する傾向があるという検証結果から、対外的な説明責任を担保するための根拠として財務情報の有用性がある。

②債権者・投資家：

・債権者は、有利子負債比率と減損回数や減損規模の関係から融資意思決定やモニタリングの際の根拠として財務情報の有用性がある。

・投資家は、遊休不動産・処分予定資産と株価の関係から企業に対するリスク判断をする際の意思決定の根拠として遊休不動産情報の有用性がある。

・環境経営の積極性と土地資産の効率性の関係から、投資家や債権者は、企業に対するリスク判断をする際の意思決定の根拠として財務情報に加え環境情報等の非財務情報の有用性がある。

③行政・地域住民・協業企業：

・遊休不動産を保有しているが効率的に利活用できている企業ほど環境経営が促進されていることから行政・地域住民は環境リスクの判断の根拠として非財務情報の有用性がある。

・「製造業」では、環境経営への意識が高い企業ほど、効率的な不動産管理がされていることから行政・地域住民は環境リスクの判断に非財務情報の有用性がある。

・協業企業間の情報共有により街づくりの課題共有・検討や協業による新サービスの検討がされることから、協業関係を結ぶ際の見極めあるいは新規事業を創出する際の根拠として有用性がある。

・自社開発について、官民連携の遊休不動産の開発により世帯数および人口総数ともに増加し街の発展につながることから行政や地域住民は地域独自の課題を発見し解決する糸口をみつける際の根拠として有用性がある。

表 7-1　本論文の分析結果から見出せた事項

企業不動産戦略	自社開発	取得・売却	保有	評価
①経営者・CRE担当部署	・関係企業との情報共有が新規事業の創出につながる	・「製造業」の処分予定資産に対し株価にポジティブな反応 ・「商業」の処分予定資産に対し株価にネガティブな反応 ・法人持株比率が大きい企業ほど株価にポジティブな反応 ・「製造業」では、一般事業法人持株比率の高い企業ほど情報の秘匿性の関係から資産の流動化がし易い	・「製造業」の遊休資産に対し株価にネガティブな反応 ・「商業」の遊休資産に対し株価にポジティブな反応 ・「製造業」では、研究開発比率の高い企業ほど遊休不動産を保有していない ・「製造業」では、一般事業法人持株比率の高い企業ほど遊休不動産を保有しない ・「製造業」では、金融機関持株比率の高い企業ほど遊休不動産を保有しない ・「製造業」では、社債を発行している企業ほど遊休不動産を保有している ・「運輸・倉庫・不動産」では外部からの監視圧力が低い企業ほど経営の自由度が高いため、リスクは低いと捉えられている	・一般事業法人持株比率が低い企業ほど鑑定人評価を採用している ・含み益規模が大きな企業ほど社外の鑑定人評価を選択している ・「製造業」では、外国人持株比率、研究開発費比率の高い企業ほど、投資不動産（遊休不動産）を保有しない ・「製造業」では本業以外からの収益が期待できる投資不動産等の保有をしない経営に対し市場ではリスクが低いと捉えられている
②債権者・投資家		・「製造業」では有利子負債比率と株価が負の相関、減損回数、減損規模が大きい ・「商業」では有利子負債比率と株価が正の相関	・「運輸・倉庫・不動産」では環境経営に積極的な企業ではあるが、それにともなって土地資産の効率性が低い企業に対し市場ではリスクと捉えられている ・「製造業」では、社債を発行している企業ほど遊休不動産を保有している	・含み益規模が大きな企業ほど社外の鑑定人評価を選択している
③行政・地域住民・協業企業	・「製造業」の遊休不動産は工場跡地等の割合が高く、環境経営への意識が高い企業ほど、効率的な不動産管理がされている ・世帯数および人口総数ともに増加 ・住宅地および商業地ともに地価上昇		・遊休不動産を保有しているが、それらを効率的に利活用できている企業ほど環境経営が促進されている ・「運輸・倉庫・不動産」では環境経営に積極的に取り組みを行っている企業ほど企業価値に結びついている	

出所：筆者作成

第 4 節　究明課題への示唆および今後の展望

本論文では、2 つの問題意識のもとに【究明課題 1】企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か【究明課題 2】社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響の２点の究明課題を検討することである。前節の結論をもとに、究明課題に若干の検討と提言を加えたい。

第１の究明課題は、「企業を取り巻く利害関係者に有用となる情報とは何か」である。国内企業では報告書等の信頼性担保への取り組みに力を入れている企業も増加傾向ではあるものの、企業にとってマイナス情報となる開示に対しては消極的である。また、不動産に関連した会計基準の変更等により、企業不動産の価格変動が財務情報およびその開示情報等に影響を与えるようになってきた。

遊休不動産情報について検討した結果、投資家は資産内容、特に土地等、遊休不動産情報に対し情報有用性を認めていることが観察された。また、産業別に環境経営に対する積極性と市場での反応に温度差があり、環境経営促進企業では、不動産ストックの利活用を通じて企業価値の向上に結びついていることが示唆された。一方で、環境経営に積極的な取り組みを見せている企業をリスクと捉える側面もあり、開示のあり方が適切でなければ市場で混乱をもたらす可能性もある。したがって、財務情報および非財務情報における遊休不動産情報について拡充を図る必要があると考える。しかし、企業が開示する注記情報には企業ごとにばらつきが目立つ。したがって、財務情報における注記において保有する資産を明確に把握できるよう示すことや、非財務情報において環境経営への取組み示すことで透明性の高い情報開示となり、情報開示の信頼性が担保されると考える。

第２の究明課題は、「社会的責任を踏まえた企業不動産マネジメントが社会経済へもたらす影響」である。遊休不動産は環境問題における存在は大きく、企業に対して多くの CSR（社会的責任）活動を求めるようになってきた。これまでの研究では、ESG（環境、社会、ガバナンス）は企業業績に長期的に安定してプラスの影響を与えていると指摘している。さらには、環境側面からの研究において、Dixon-Fowler et al.(2013)は、環境パフォーマンスと企業業績はプラスの相関があることを指摘している。

近年、企業不動産と環境との関係が注目され、土壌汚染、アスベスト、CO_2排出等、企業不動産に起因する環境問題も多い。企業不動産を取り巻く環境の変化にともない、企業価値を向上させる経営資源として、最適かつ効率的に運用するだけではなく、所有者責任の観点から適切な管理および環境面に配慮した積極的な取り組み姿勢が求められている。企業が

CSR（社会的責任）の視点を持たない場合には、様々なステークホルダーの信頼を損ない、社会的・経済的な損失等の企業価値を損なうリスクを被ることになる。本論文では、事例として取り上げたパナソニックの遊休不動産開発において、遊休不動産開発が企業の中長期的な成長ひいては地域社会の成長の実現に資するものか検討した結果、環境経営を主軸とした自社遊休地の開発が、地域社会へ貢献し企業価値に影響を与えていることが示唆された。したがって、企業不動産マネジメントには、環境面への配慮、地域社会への貢献などの観点も必要であると考える。

これまでの企業会計や企業不動産マネジメントに係る研究では、経済的損失をより早い段階で認識する場合には、財務諸表等の開示情報を拠り所とする利害関係者には好感がもたれている（Buns is 1997, Joshua *et al.*2018）。また、情報の開示度によりアナリスト予測に影響を及ぼすため(Paugam and Ramond 2015)、開示される情報の役割が重要視されるようになってきた。しかし、国内の先行研究では減損会計情報を活用した経営者の意思決定の効果(榎本 2007,藤山 2014)や市場での反応(木村 2017)を検証するものが多く、資産内容、特に遊休不動産に焦点を定めた報告はこれまでにない。また、不動産会計の分野では、会計情報を活用し、利害関係者の意思決定へ有用な情報となるものを抽出するという踏み込んだ分析の報告もこれまでにない。

近年､会計基準のグローバル化にともないIFRSを任意適用している企業も増加している。IFRS を適用した場合には、開示面においても現行の日本基準に比較し、詳細な開示が求められ情報の質の向上が期待される。したがって、本論文では、今後IFRS適用企業の増加にともない､CRE戦略における国外企業との比較可能性および信頼度の高い分析が可能になってくると考える。

また、国外企業では開示される環境情報には有用性が認められるが（Blacconiere and Patten 1994, Patten and Nance 1998)、投資不動産を保有する企業が限定されており、遊休不動産は少ない傾向にある。したがって､環境問題との関連が強い遊休不動産に対する課題は少なく､いわば遊休不動産の利活用問題は日本固有のものであると言える。しかし､将来的には国外においても､遊休不動産の利活用問題に直面する可能性はあり､国外の企業不動産戦略に本論文のオリジナリティの活用可能性を有している。

2018年7月に金融庁企業会計審議会より公表された改定監査基準に基づき、2021年3月期の金融商品取引法に基づく監査報告書から監査上の主要な検討事項（KAM：Key Audit Matters以下、「KAM」という）を記載することが義務付けられた。KAMとは、監査人が監査

の過程で監査役等と協議した事項の中から特に注意を払った事項を決定した上で、その中からさらに、当年度の財務諸表の監査において、職業専門家として特に重要であると判断した事項と定義される。KAM は、財務数値の変動リスクの高い重要な項目と言い換えることもでき、資産価値の評価や回収可能性に係る記載等、全ての業種に共通する一方で同業種でもその記載内容は同一とは限らないものである（大瀧 2020)。2021 年 3 月期において上場企業を中心とした約 2600 社のうち KAM における記載内容は固定資産の減損に係る記載が 752 社の約３割と減損リスクの記載内容であった[129]。昨今の新型コロナウイルス渦において、その影響を受ける企業にとっては合理的な見積りと適切な開示を行うことが重要になってくると考える。また、新型コロナウイルスの感染拡大により、日本経済へ大きなダメージを与え、日本の多くの企業では業績が急激に悪化した。そのような中、企業会計基準委員会（ASBJ）では、固定資産の減損処理などを判断する際に必要な収益環境について企業自ら一定の仮定を置き見積る必要があるとし、この際に重要な根拠とした事項は決算資料などで開示することを求めた[130]。景気見通しが悪化するなか、減損を発表する企業も相次ぎ、今後、企業の説明責任が問われていくものと考えられる。

この KAM の導入により監査報告書の情報価値向上および企業リスクマネジメントへの信頼性を高め、中長期的な企業価値向上にむけて監査報告書と有価証券報告書およびその他開示情報における情報の関連性と相互における情報価値を認識することが重要となる。また、情報利用者からすると KAM による開示情報の拡充は、不正会計リスク低減や KAM での対話をきっかけとしたガバナンスの整備や運用状況について企業との議論の活性化等につながり、有価証券報告書とその他開示情報と関連を持たせることで投資家等の意思決定に貢献できる（鉛山 2021)。しかし、KAM は基本的には有価証券報告書における開示情報に基づいて記載されるものであり、記載内容は企業ごとに異なるものである。遊休不動産情報を含める開示情報の統合的な拡充により、情報の質も向上し財務報告における信頼性が担保されると考える。

本論文では、情報の有用性を中心に検証を行い、検証結果をもとに企業を取り巻く利害関

---

129 あずさ監査法人が独自に開発した分析ツールで上場企業を中心とした約 2600 社の KAM を調査した結果、固定資産の減損が 29%、繰延税金資産が 14%、のれん評価が 12%あり会計上の見積りに関するものが多かった。(2021 年 8 月 26 日付け日本経済新聞朝刊)

130　2020 年 4 月 20 日に開催された第 429 回企業会計基準委員会において会計上の見積りを行う上での新型コロナウイルス感染症の影響の考え方について審議を行い、議事概要を公表した。

係者が求めている情報とはどのようなものなのかに留意した上でその抽出を試みた。その一部は解明できたと考えるが、情報開示に関して積極的な企業も増加傾向ではあるものの、必ずしも十分な開示がなされているわけではない。それらの開示情報に基づいて分析を行ってきたが、遊休不動産情報について推測による部分も否めず本研究の限界であり課題と考える。また、実証分析において内生性の問題が存在する可能性が考えられるモデルもある。変数やモデルの選択等、本研究の課題となっているため、これらを踏まえ研究の精度を高めていきたいと考える。最後に、本研究では不動産と環境に焦点をあて環境経営という大きい枠組みで捉え分析を行っている。昨今の日本においては脱炭素社会の実現を目指すと宣言され、脱炭素化に取り組みをみせる企業も多数存在する。それらの実態を踏まえた分析を検討課題とし研究の精緻化を図っていきたいと考えている。

【参考文献】

[1]Alisa G. Brink, Fengchun Tang, Ling Yang(2016)“The Impact of Estimate Source and Social Pressure on Auditors’ Fair Value Estimate Choices” *BEHAVIORAL RESEARCH IN ACCOUNTING*,Vol.28,No.2,pp.29-40.

[2]Alnajjar,F.K.(2000)“Determinants of Social Responsibilty Disclosures of U.S.Fortune 500 Firms: An Application of Content Analysis ” *Advances in Environmental Accounting & Management*,Vol.1,pp.163-200.

[3]Bewley,K.and Y.Li(2000) “Disclosure of Environmental Information by Canadian Manufacturing Companies: a Voluntary Disclosure Perspective” *Advances in Environmental Accounting & Management*,Vol.1,pp.201-226.

[4]Blacconiere,W.G.and D.M.Patten(1994)“Environmental Disclosure,Regulatory Costs,and Changes in Firm Value”*Journal of Accounting and Economics*,Vol.18,No.3,pp.357-377.

[5]Bunsis, H.(1997)“A Description and Market Analysis of Write-off Announcements,”*Journal of Business Finance&Accounting* ,Vol.24(9&10), pp.1385-1400.

[6]Cormer,D.and M.Magnan(2003) “Environmental Reporting Management: a Continental European Perspective” Journal of Accounting and Public Policy,Vol.22,No.1,pp.43-62.

[7]Dixon-Fowler,H.R,Slater,D.J.,Johnson,J.L.,Ellstrand,A.E.,Romi,A.M.(2013) “Beyond “Does it pay to be green?”A meta-analysis of moderators of the CEP-CFP relationship.”Journal of Busi

ness Ethics,Vol.112(2),pp.353-366.S

[8]Emily E. Griffith(2016)“Auditors, Specialists, and Professional Jurisdiction in Audits of Fair Values”,Working paper,University of Wisconsin-Madison.

[9]Gutsche, R., J. F. Schulz and M. Gratwohl(2017)”Firm-Value effects of CSR disclosure and CSR performance,” *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management* 1.2,pp.80-89.

[10]Hahn, R. and M. Kühnen (2013) “Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends,Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research”, Journal of Cleaner Production, Vol.59,pp.5-21.

[11]Helen L. Browm-Liburd,Stephani A. Mason,Sandra Waller Shelton(2014)“The Effect of Reliance on Third-Party Specialists under Varying Levels of Internal Control Effectiveness on the Audit of Fair Value Measurements”
(http://isarhq.org/2014_downloads/papers/ISAR2014_Liburd_Mason_Shelton.pdf)

[12]Jatinder P. Singh and Prince Doliya(2015)“ON THE AUDIT OF FAIR VALUE MEASUREMENTS”*Ekonomski horizonti*,Vol.17,No.1,pp.61-71.

[13]Jennifer R. Joe,Scott D. Vandervelde ,Yi-Jing Wu(2014)“Use of Third Party Specialists’ Reports When Auditing Fair Value Measurements: Do Auditors Stay in their Comfort Zone?”,*Working paper,The University of Delaware,University of South Carolina,and Case Western Reserve University*

[14]Joshua L. Gunn, Inder K. Khurana, Sarah E. Stein(2018)“Determinants and consequences of timely asset impairments during the financial crisis” *Journal of Business Finance & Accounting*,Vol.45,pp.3-39.

[15]Patten,D.M.(1991) “Exposure, Legitimacy, and Social Disclosure” Journal of Accounting and Public Policy,Vol.10,No.4,pp.297-308.

[16]Patten,D.M.and J.R.Nance(1998)“Regulatory Cost Effects in a Good News Environment the Intra-industry Reaction to the Alaskan Oil Spill” *Journal of Accounting and Public Policy*,Vol.17,No.4,pp.409-429.

[17]Paugam, L., and O. Ramond(2015)“Effect of Impairment-Testing Disclosures on the Cost of Equity Capital,” *Journal of Business Finance and Accounting* ,Vol.42(5&6),pp.583-618.

[18]Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, and George Serafeim(2014)“The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance” *Management Science,*Volume

60, Issue11, pp. 2835-2857.

[19]Steven M. Glover, Mark H. Taylor, Yi-Jing Wu(2014)“Closing the Gap between Auditor Performance and Regulators’ Expectations when Auditing Fair Value Measurements: Evidence from Practicing Audit Partners”
(http://www.audsymp.dept.ku.edu/wp-content/uploads/2014/05/Saturday-Paper-6-by-Glover-Taylor-Wu.pdf)

[20]Steven M. Glover,Brigham Mark H.,Taylor Yi-Jing Wu(2017)“Current Practices and Challenges in Auditing Fair Value Measurements and Complex Estimates: Implications for Auditing Standards and the Academy” *A Jounal Of Practice & Theory*,Vol.36(1),pp.63-84.

[21]榎本正博(2007)「減損会計基準の適用における利益マネジメント―早期適用企業を用いた分析―」『管理会計学』第 15 巻第 2 号,pp.41-56.

[22]大瀧晃栄(2020)「投資家からみた KAM の有用性と今後への期待（特集 21 年 3 月期開始　早期適用事例でみえてきた KAM 対応ポイント)」『企業会計』第 72 巻第 11 号、pp.1506-1512.

[20]胡丹・車戸祐介(2012)「日本における減損会計に関する実証分析」『会計プログレス』第 13 巻,pp.3-58。

[23]木村晃久(2017)「実証分析-減損損失に対する投資家の反応と評価」『証券化アナリストジャーナル』第 55 巻第 11 号,pp.24-32.

[24]佐々木隆文・米澤康博(2000)「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』第 38 巻 9 号,pp.28-46.

[25]住田清芽(2020)「早期適用企業の KAM 開示分析（特集 21 年 3 月期開始　早期適用事例でみえてきた KAM 対応ポイント)」『企業会計』第 72 巻第 11 号、pp.1481-1490.

[26]鉛山友紀子(2021)「監査報告書における情報価値-KAM とその他開示情報との関係性について－」『西南学院大学大学院研究論集』第 12 巻、pp.1-9.

[27]藤山敬史(2014a)「固定資産の減損損失の適時性」『インベスター・リレーションズ』第 8 巻,pp.3-25.

[28]藤山敬史(2014b)「減損損失計上の意思決定に及ぼす経営者交代の影響」『産業経理』第 74 巻第 2 号,pp.157-168.

[29]光定洋介・蜂谷豊彦（2009)「株主構成と超過収益率の検証-市場志向的ガバナンスのわが国における有効性-」『証券アナリストジャーナル』第 47 巻 1 号,pp.51-65.

[30]宮島英昭・新田啓祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持合いの解消・「復活」と海外投

資家の役割」『RIETI』,Discussopn Paper Series

[31]宮本光晴・佐藤円裕(2019)「日本企業の ESG 行動：コーポレートガバナンスの観点から」『専修経済学論集』第 53 巻第 3 号、pp.1-30.

[32]山本卓(2005)「減損会計早期適用企業にみる裁量行動」『季刊不動産研究』第 47 巻第 3 号,pp.33-43.

[33]米山正樹(2016)「有形固定資産の公正価値測定」『国際会計研究学会年報』第 1・2 合併号,pp.15-35.