

障害者雇用と市場評価*

- 大阪府内個別企業障害者雇用状況開示のイベントスタディ -

The Effect of Disability Employment on Stock Prices :WEB Announcement in Osaka

長江 亮

大阪大学経済学研究科博士課程

2004年4月

要旨

2003年9月8日、大阪、東京労働局管轄内個別企業の障害者雇用状況が開示された。これは JAL 訴訟問題に端を発する事件である。JAL 訴訟問題とは、JAL の一部の株主が JAL の経営者を相手に「同社の経営者が障害者の雇用を積極的に行わずに多額の障害者雇用納付金を支払い、同社に納付金相当の損害を与えてきた」として株主代表訴訟を行い、被告が譲歩するという形で和解が成立した事件である。原告はその後「民間企業が障害者雇用に消極的である」として国に個別企業の障害者雇用状況の開示を求め、今回の開示へと至った。開示情報を得た原告は、それを web 上で公開した。本稿では、今回の情報公開をイベントとして捉え、個別企業の障害者雇用状況を資産市場がどのように評価したかについてイベントスタディー法を使用して分析した。その結果、障害者雇用達成企業の株価収益率は下落し、未達成企業の株価収益率は上昇する形で有意な差が生じたことが検証された。この事実は、日本の障害者雇用施策、企業の社会的責任を議論するとき、企業の費用と便益を考慮する必要があることを示唆している。

* 本稿の作成にあたり、大竹文雄、伴金美、松繁寿和、小原美紀、内藤久裕の各先生から有益なコメントを頂いた。また、多くの同僚にも助言を頂いた。ここに記して感謝したい。言うまでもなく本稿における誤りは全て筆者の責にある。

1. はじめに

民間企業の障害者雇用はどのように考えられているのであろうか。2003年9月8日、大阪労働局と東京労働局で各局管轄内にある個別企業の障害者雇用状況が開示された。これは、1999年のJAL訴訟問題に端を発する出来事である。JAL訴訟問題とは、1999年12月17日、JALの一部の株主が「同社の経営者が障害者の雇用を積極的に行わずに多額の障害者雇用納付金¹を支払い、同社に納付金相当の損害を与えてきた」としてJALの経営者を相手に株主代表訴訟²を行い、被告が譲歩するという形で和解³が成立した事件である。実質的には原告側が勝訴した形で終わったにも関わらず、原告である株主は障害者雇用問題に関心のある民間NPOと共に「民間企業が障害者雇用に消極的である」として国に個別企業の障害者雇用状況の開示を求め続け、今回の開示へと至った。

なぜこのような事件が起こったのであろうか。障害者雇用に関して、日本では『障害者の雇用の促進等に関する法律』⁴が存在する。この法律は、従業員規模56人以上の事業主に一定率⁵の障害者雇用義務を課し、事業主が割当雇用を充足しなかった場合は経済的負担(納付金)を課し、その納付金を財源として割当雇用を充足している事業主に分配する⁶、ものである。JALの経営者が障害者を雇用しなかった理由は、障害者を雇用することの便益よりも費用が上回っていたからであると考えられる。すなわち、納付金を支払う方が障害者を雇用するよりも費用が少ないと判断していたのである。ところが原告はそのように考えなかった。原告は反対に、障害者を雇用することの便益の方が費用よりも高く、JALが多額の納付金を納めていることが経営を圧迫するために、株価が下がると考えたのである。事件は被告側が譲歩する形で和解を見たことからして、原告の主張が正しかったように見える。しかしながら、障害者の雇用に消極的だった民間企業はJALだけではない。現に『障

¹ 『障害者の雇用の促進等に関する法律』(第43条)では割当雇用を充足しない企業は、その人数分だけの納付金を納めなくてはならないと定められている。納付金額は、一人当り月額5万円である。

² 「株主代表訴訟」が株主全体を代表しているか否かについて、日本の商法では「適切代表の要件」(一人でも訴えることが可能)を問題にしていなかったため議論が分かれている(三輪(1998))。

³ 和解内容;「現在1.29%の雇用率を2003年度に全国平均の1.49%にする、その後、2010年度に法定である1.8%にする。その間、ホームページ上で達成率を公表する」『日本航空株主代表訴訟和解条項』より抜粋引用

⁴ 現在のような形が生まれたのは1976年の『身体障害者雇用促進法』の改正からである。内容は、全ての機関に対して「割当雇用」「義務雇用」を課すことであった。また、「納付金制度」が発足したのもこの年からである。納付金の対象は企業単位であり、対象企業は従業員規模300人以上の企業とされる。(『障害者の雇用の促進等に関する法律』(第2節))本稿で扱っているのは納付金対象企業のみであることに注意されたい。

⁵ 雇用率算出基準とされている従業員の定義は「常時雇用する労働者(一週間の所定労働時間が、当該事業主の事業所に雇用する通常の労働者の一週間の所定労働時間に比し短く、かつ、厚生労働大臣の定める時間数未満である常時雇用する労働者(以下「短時間労働者」という。)を除く)」(第四十三条)と規定されている。また、障害者の定義は基本的にどのような障害者であれ、障害者手帳を所有しているもの、もしくはしるべき診断書又は意見書を所持するものとされる。(第二条、付則)

⁶ 未達成企業からの納付金は、法定雇用率を超えて障害者を雇用している事業主への雇用助成金(常用雇用者300人以上の企業)や、報奨金(常用雇用者300人未満の企業)として支給される。また、新たに障害者を雇用するときに必要となる施設・設備の設置、整備の費用やその雇用を安定させるための業務を行う者を置くのに必要な費用などへの助成金として支給される。(『障害者の雇用の促進等に関する法律』(第49条))

害者の雇用の促進等に関する法律』で障害者の法定雇用率は 1.8%とされているにも関わらず、法律が制定されてから民間企業の平均実雇用率⁷が法定雇用率を上回ったことがないという事実がある(図 1、表 1)。今回の情報開示は、原告の主張の妥当性を確認するための材料を提供しているという意味で興味深い。

情報開示で、障害者をより多く雇っている企業の株価が上昇する要因はいくつかある。一つ目に、JAL 訴訟問題における原告の主張の正当性があげられる。この場合、障害者雇用に消極的な企業は、納付金を納めているために経営が圧迫されていることになる。二つ目に、『障害者の雇用の促進等に関する法律』(第 47 条)では企業名の公表を、法律に従わない企業に対する「社会的制裁」⁸としており、実質的に施策の最終的な罰則措置としている事実がある。この罰則措置が有効なのであれば⁹、障害者雇用は企業イメージを高めるシグナルの役割を果たすことになる。加えて現在、90 年代に欧米で急成長をとげた社会責任投資(Social Responsibility Investment)が数年前から日本で急速に浸透しつつあるという状況がある。SRI は、機関投資家たちが企業の社会責任を評価して投資を行うものである。機関投資家が日本企業の社会責任を調査するとき、その調査項目の中で、「障害者雇用状況」がある。環境省の調査(環境省(2003))によれば、個人の多くが SRI に関心を抱き、その必要性を強調している¹⁰。

反対に、障害者をより多く雇っている企業の株価が下がる要因も考えられる。上述したように、日本の障害者雇用施策ではすべての民間企業に対して一定率の障害者を雇用するように義務付ける「割当雇用制度」である。アメリカでは、「割当雇用制度」が企業の費用を増大させる可能性を持つことが示されている¹¹。

「納付金制度」の下で企業が障害者を雇用していないのは、障害者の賃金から生産性を引いたものが納付金額を上回っていると考えられる。障害者の生産性が健常者と比較して相対的に低いのであれば、障害者の市場賃金も低くなる。このとき企業が障害者を雇用するならば、賃金の下方硬直性や最低賃金などの制約を受ける可能性が高く、企業は生産性

⁷ 平均実雇用率は、常用労働者数÷雇用障害者数と定義される。詳細については厚生労働省発表資料 (<http://www.mhlw.go.jp/houdou/2003/12/h1222-1.html>)等を参照されたい。

⁸ JAL 訴訟問題から今回の開示に至るまで厚生労働省は情報開示に否定的であった。その理由がこの罰則の存在である。情報開示を決定した情報公開審査会の答申には「市場参加者の必要とする情報には……企業が、法規に合致して行動しているか、さらに、いわゆる社会的責任をどれだけ果たしているかについての情報も含まれる」「企業の行動に関する情報が公開されることにより、市場により、あるいは、世論の力によって企業の行動が社会的に批判され、また、その批判によって企業が、社会的に責任のある行動をとるようになり、緩やかな社会の改革が可能になる」「本件対象文書に係る情報は障害者の基本的人権である生存権、勤労権、幸福追求権に係わるものであることから、その情報を持っている行政機関がそれを秘匿すべきであるとすることは認められない」(原告の HP (<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu/040223-1.htm>)より引用)とある。

⁹ この制裁措置は過去 2 回しか行われていない。詳細は前述した NPO の HP、2003/06/27 『毎日新聞』等を参照されたい。

¹⁰ 『社会的責任投資に対する日米英三カ国比較調査報告書』より抜粋引用

¹¹ Griffin(1992)は、アメリカで affirmative action の「割当雇用制度」としての機能に着目した。制度の制約下にある企業の費用関数はル・シャトリエの原理から、制約のない時よりもより価格非弾力的になる。制度の制約によって企業費用が平均 6.5%上昇したことが示されている。

に見合わない賃金を支払わなくてはならなくなる。

以上のことを考え合わせれば障害者雇用と株価の関係を実証的に分析することは、原告の妥当性を問う、すなわち、障害者に対する企業の雇用戦略に関する洞察を与えるだけにとどまらない。それに加えて、障害者雇用に対する法制度のあり方、企業の社会的責任までもも考察する議論の基盤を提供することになる。その意味で、今回の情報公開は非常に興味深い自然実験を提供している。

本稿の第一の目的は、個別企業の障害者雇用状況が開示されたことを自然実験としてとらえ、資産市場が企業の障害者雇用状況をどのように評価したのかを発見することである。本稿では、JAL 訴訟問題の原告が個別企業の障害者雇用状況を HP 上で公開した 2003 年 9 月 22 日をイベントとして定義し、イベントスタディー法を使用して、資産市場が障害者雇用状況という情報から企業をどのように評価したのかを分析した。

この分析では、研究手法において、先行研究では行われていないこともいくつか試みた。まず、イベントを web 上の公開として定義した。イベントスタディー法を使用した先行研究で、web 上の情報公開をイベントと定義したものは筆者の知る限り存在しない。だが、それをイベントとして定義することは難しい。なぜなら、web 上の情報は何時でも、何回でもアクセスすることができるために、web 上の情報公開がイベントであると断言できないからである。従来から指摘されているように(Chambell,Lo and Mackinlay(1997))、イベントスタディー法ではイベント日の確定が問題とされる。従って本稿では、9 月 22 日がイベントと定義できるか否かについてプレテストを行った。また、労働経済学を始めとする応用計量経済学でしばしば使用される差分の差分法 (DD 法) を導入した。イベントスタディー法は、ある特定のイベントに対して、イベント前の正常な株価収益率とイベント後の株価収益率の差分を取るという意味で、差分法であるとみなせる。その手法では、選択されたサンプル全体が受ける影響を除去できないという問題点があった。DD 法を適用することのメリットは、従来のイベントスタディー法において問題とされていたサンプル全体が受ける影響から生じるバイアスを除去し、イベントの純効果の計測を可能にすることにある。

本稿の結論をあらかじめ要約しておきたい。2003 年 9 月 22 日の情報公開はイベントとして定義できることがわかった。また、公開によって障害者雇用達成企業の株価収益率は下がり、未達成企業の株価収益率は上昇するという形で有意な差が検出された。次に従業員規模別、経営状況別、産業別、資本規模別に区分して分析をした。ほとんどの区分で、障害者雇用達成企業と未達成企業の株価収益率に全体と同様な形で有意な差が生じた。従って、資産市場は「障害者雇用にかかる費用のほうが便益を上回る」という評価をした可能性が高いことが明らかになった。

以下 2. では推計手法を紹介する。3. ではプレテストの結果を記述する。4. で区分別の分析を行い、最後にまとめと今後の課題について述べる。

2. 推計手法の紹介

イベントスタディー法は、企業金融や法と経済などのジャンルで、何らかのイベントが株価に与える影響を分析する時しばしば使用されてきた手法である。それは、CAPM(資産価格評価モデル)を使用して個別証券の株価収益率の変動を調整し、イベントの前後で超過株価収益率を分析する手法であり、近年は日本でも様々なジャンルで適応されている(釜江・手塚(2000)、福田・計聡(2002)、広瀬(2003)等)。

労働経済学では、アメリカで Aboud et.al(1990)、Farber and Hallock(1999)等、日本では大竹・谷坂(2001)が、イベントスタディー法を使用して企業の雇用戦略と株価の関係を分析している。よって本稿では大竹・谷坂(2001)、Farber and Hallock(1999)に従い、標準的¹²なイベントスタディーの手法を使用する。

イベントスタディー法では、あるイベントによる証券の累積超過リターンを検証することでイベントの影響を見る。その方法ではサンプル全体が影響を受ける要因によって生じるバイアスを除去できないという問題があった。本稿では、公開された企業を障害者雇用率達成企業と未達成企業にグループ化し、差分の差分法(DD法)の考え方を導入して、両グループの株式収益率の間に有意な差が生じたか否かを検証することで、イベントの純効果を計測する。

データ

本稿では、原告のHP『<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu/030922-2.htm>』、『会社四季報』、『Nikkei Needs Financial Quest』の3つのデータソースを使用してイベントスタディーを行った。

サンプルとなる個別企業と障害者雇用状況は、原告がHP上に公開したものを使用し、以下の手順でサンプルを選択した。第一に、HPに公表された290社の内、『会社四季報』で上場企業155社を選択した。第二に、東京証券取引所上場企業125社のみを選択した。第三に、9月22日をイベントとして定義したときの分析で必要とされる推計期間中に上場された2件のサンプルを除いた。残ったサンプル数は123となった。

イベントスタディー法で問題とされることに、イベント日の確定がある。本稿で定義するイベントはweb上の情報公開であり、投資家が9月22日に情報を得たと主張できない。従って、本稿ではプレテストとして、2000年10月18日から2003年8月28日営業日までのデータからイベントが起こらなかったときの累積超過収益を算出し、正常な累積超過収益であると考えた。その後で2003年9月22日をイベントとした累積超過収益を推計し、そこで雇用率達成企業と未達成企業それぞれの平均累積超過収益が有意に異なるか否かを検証する。したがって、正常な累積超過収益の推計期間中に上場した6サンプルを除いた。

¹² イベントスタディー法について、一般的な手法はない(Chambell,Lo and Mackinlay(1997))。ここでいう「標準的」とは「頻繁に使用されている」という意味である。例えば、Aboud et al.(1990)、広瀬(2003)では、DD法の適応を除けば本稿で使用した手法と同一の手法を使用している。

以上の手順で得られたデータをもとに、2001年1月18日を正常な累積超過収益を計算する一番初めのイベント日とし、営業日ベースで見て30日おきに20回分の累積超過収益を算出した。この時点でのサンプル数は $117 \times 20 = 2340$ となる。その後個別企業名が公表された9月22日をイベント日として、イベント日を中心とした超過株価収益率を算出した。最後にサンプルを障害者雇用達成企業未達成企業に区分し、従業員規模別、経営状況別、産業別、資本規模別に分類した。選択されたサンプル数、『会社四季報』区分によるサンプルの業種は表2にある。

株価収益率は、東証株価指数（TOPIX）選択された個別企業の日時株価データ終値を使用して求めている。株価は『Nikkei Needs Financial Quest』から選択されたサンプルの「株価日時データ終値」を得、使用した。

株価収益率は次の式によって求められている。

$$R_{it} \equiv \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (P_{it} : i \text{ 銘柄の } t \text{ 営業日における日時株価 (終値)}) \dots (1)$$

推定期間の設定

まずイベントから影響を受けない期間において通常の個別株価収益率の変動をそれぞれ推計する。そこでの考え方は、CAPMをベースにしており、市場株価収益率の変動と各個別株価収益率の変動の関係を推定して、その推定値をもとにイベント前後の超過収益率を算出する。この、イベントから影響を受けない期間におけるCAPMパラメータの推計期間は推定期間と呼ばれる。本稿では、大竹・谷坂（2001）に従い、推定期間はイベントの60日前から30日前までの30日間を推定期間とし、これを $L_1 (= T_1 - T_0)$ と表す。ここで T_0 は推定期間の初めの日である60日前であり、 T_1 とは、推定期間の最後の日である30日前のことである。

イベントウィンドウの設定

イベントウィンドウとは、イベント日を中心として株価に影響が反映されるであろう期間のことである。 t は期を表すとす。イベント日を $S (t = S)$ としよう。イベントウィンドウは S を中心として、イベントの情報が事前に染み出しはじめていると考えられる日 $t = T_2$ から、イベントの情報がなくなるであろう $t = T_3$ までの期間である。これを $L_2 (= T_3 - T_2)$ と表す。本稿ではイベントウィンドウを31日ウィンドウ($T_2 = S - 15$ から $T_3 = S + 15$ まで)で分析を行った。ウィンドウ期間の設定についての理論や基準はない。31日を選択した理由は、本稿で取り上げた情報公開が民間NPOのHP上であったこと。すなわちweb上での情報公開をイベントとして定義していること。大阪労働局が民間NPOに情報公開したのは9月6日であり、9月22日以前に情報が染み出していた可能性があること。大竹・谷坂(2001)で使用されていたウィンドウが21日であったこと。以上の理由か

ら 31 日ウィンドウを選択した¹³。

正常収益率の推計

CAPM に基づいて、イベントに影響されない期間の市場収益率と個別企業の株価収益率の関係を推計する。 R_{it} を i 銘柄の t 営業日における株価収益率、 R_{mt} を市場の株価収益率として以下の式を推計する。

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad \dots (2)$$

ここでは市場株価の代理変数として TOPIX の日時株価（終値）を使用している。各変数の定常性を DF 検定で確認し、(2) 式を L_1 の期間で OLS 推定し、その企業固有の \hat{a}_i 、 \hat{b}_i を求める。

超過収益率(ER)の推計

次に、イベント周辺の期間の超過収益の計算に入る。日時の超過収益は以下の式で求めることができる。

$$ER_{it} = R_{it} - (\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt}) \quad \dots (3)$$

それぞれのイベントウィンドウで、 T_2 から T_3 までの超過収益の累積値を累積超過収益 (CAR) と呼ぶ。それらを、117 個のサンプルそれぞれについて算出した。この推計値はイベント前の正常な株価収益率とイベント後の株価収益率の差分を取るという意味で、差分の推計値であるとみなせる。これは、イベントが株価に対して与えた影響を表しており、負の値が大きければイベントが株価に対して負の影響を与えたことを示し、反対に正の値が大きければ正の影響を与えたことを示している。累積超過収益は、以下の式で求められる。

$$CAR_i \equiv \sum_{t=T_2}^{T_3} ER_{it} \quad \dots (4)$$

ここで、 i は個別銘柄、 t は期を表している。

平均超過収益 (D 推定量)

イベントスタディー法では、分析目的に沿ってサンプルを区分する。そして、区分されたグループの平均累積超過収益がどのような変動を示しているかを検定することで、イベントがもたらした影響を分析する。本稿ではサンプルを『障害者の雇用の促進等に関する法律』で定められている法定雇用率を達成している企業 49 社と達成していない企業 68 社

¹³ 先にあげたアメリカの先行研究で使用されているイベントウィンドウは、ほとんど 3~5 日である。本稿では日本企業の雇用戦略と株価の関係を扱っており、比較対象となる研究とほぼ同一の期間設定が必要であると判断した。

に区分した。平均累積超過収益は i を個別銘柄として、

$$D \text{ 推定量} \equiv \overline{CAR} \equiv \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i \quad \dots (5)$$

と定義される。

超過収益が推計値の差分であるとみなせることから、本稿では平均累積超過収益を D 推定量と呼ぶことにする。

3. プレテスト

まず、web 上の情報公開がイベントとみなせるか否かを検証する。2003 年 9 月 22 日をイベント日と定義すると、CAPM パラメーター推計期間の最後の日 T_1 は、営業日ベースで見て 2003 年 8 月 8 日となる。従って、通常の累積超過収益を求めるために設定する最後のイベント日は 2003 年 8 月 7 日とした。そこから、推計期間が重ならないこと、景気変動の影響を受けていないことを考慮に入れ、営業日ベースで見て 30 日ずつ、過去 20 回分の個別企業の CAR を求めた。一番初めのイベント日は 2001 年 1 月 18 日となる。イベント時、標準時における CAR の記述統計は表 3. にあげた。

プレテストとして標準時のグループ毎の D 推定量、標準誤差をそれぞれ求める。理論的背景¹⁴と、十分なサンプル数があるために CAR は正規分布に従うことになる。以上の事実を利用して、全体、障害者雇用達成企業、未達成企業の標準時、イベント時の累積超過収益の平均値(D 推定量)の差分(DD 推定量)が有意であるか否かを検定した(表 4.)。 DD 推定量は母集団となる全サンプル、達成企業、未達成企業とも全て有意である。従って、2003 年 9 月 22 日の情報公開はイベントとして定義できることが確認される。 DD 推定量の符号は全企業では正值をとり、達成企業では負値、未達成企業では正值を取っている。従って、このイベントで達成企業はネガティブな評価を受け、未達成企業はポジティブな評価を受けた可能性が示唆される。

4. 分析

全体の影響

次に、9 月 22 日をイベント日として定義したときの分析に入る。まず、全体的な傾向を記述する。サンプル全体の CAR のカーネル密度を図 2. にあげてある。これから判断すると CAR はほとんど正規分布にしたがっている¹⁵。ただし、平均値(D 推定量)は若干右よりであることから、全体的にはポジティブな影響があったことがわかる。

公開日を中心とした両グループの D 推定量の変動を比較することで、障害者雇用状況が株価に与えた影響を考察する。図 3. は、情報公開日前後の D 推定量の変化をグループ別に

¹⁴ 詳細については Chambell, Lo and Mackinlay(1997)を参照されたい。

¹⁵ D'Agostino-Pearson 検定での p 値は 0.0215 となる。サンプル数が少ないという問題があるものの、厳密な意味で正規分布に従っている確率は低いことに注意する必要がある。

示したものである。このグラフは、障害者雇用状況が株価を上げるという意味で「良いニュース」であればグラフは右上がりになり、「悪いニュース」であれば右下がり、どちらでもなければ水平になる。グラフを見ると両者の動きが明らかに異なっている。障害者雇用率未達成企業の D 推定量は上昇し、障害者雇用達成企業では下降していることが分かる。

カーネル密度の観察とイベントスタディー法の理論的な背景から、両グループの CAR で構成される母集団は正規分布に従っていると仮定する。ここではイベントスタディーの手法を適用しているので、両グループの D 推定量は、それぞれ平均 0、分散 V_o 、 V_u ¹⁶ の正規分布に漸近的に従う。そこで、理論的に導かれた母分散の推定値を使用し、両グループの D 推定量の差分 (DD 推定量) が有意であるか否かを検定した (表 5.)。結果、「情報公開の影響は無い」という帰無仮説は棄却される。

従業員規模別、経営状況別、産業別、資本規模別の分析

上での結果から、障害者をより多く雇用しているという情報は全体的には株価にマイナスの影響を与えることが分かった。しかしながら、上の分析ではサンプルを障害者雇用率達成企業と未達成企業に区分したのみである。障害者雇用状況と株価の関係を考察するためには、企業属性を加味した上でより繊細な分析を行う必要がある。従って、以下ではサンプルを従業員規模別、経営状況別、産業別、資本規模別に分類して分析を行う。従業員規模別、経営状況別区分における検定結果は表 7.、産業、資本規模別区分における検定結果は表 8. にあげた。

従業員規模別

サンプルを 1000 人から 2500 人、2500 人以上規模の二つに区分した。それぞれの規模別に区切ってみた場合、やはり達成企業の株価は下落し未達成企業の株価は上昇する形で有意に差が生じていることがわかる。すなわち、従業員規模を同一であるとしたとき、資産市場は雇用率達成企業にはネガティブな評価、未達成企業にはポジティブな評価をしている。従って、障害者をより多く雇用しているという情報は株価を下げる要因となっている可能性が高いことがわかる。

経営状況別

経営状況を示す指標として、大竹・谷坂 (2001) で使用された指標を使用する。『会社四季報』から各企業の 2002 年度、2001 年度の経常利益を取り 3 つに区分する。一つ目は 2 期ともマイナスの値をとっている「2 期連続赤字」、二つ目は 1 期前の経常利益が 2 期前のものと比べて増加している「経常利益増加」、三つ目が 1 期前の経常利益減少が 2 期前のものと比べて減少している「経常利益減少」である。全ての区分において、達成企業はネガ

¹⁶ ここで V_o は法定雇用率達成企業群、 V_u は未達成企業群の分散を表す。

ティブな評価、未達成企業はポジティブな評価を受けており、その差は有意であることが確認できる。

大竹・谷坂(2001)で得られた結論は、企業が雇用削減のアナウンスをした時、株価の反応は経営状況に依存することである。すなわち、雇用削減のアナウンスをした企業の株価は「経常利益増加」の時上昇する。「二期連続赤字」の時下落することであった。本稿ではどの区分においても、達成企業の株価は下落し、未達成企業の株価は上昇することが検証された。これは投資家たちが「障害者をより多く雇っている企業は、現在の経営状況とは無関係に、将来の企業収益が懸念される」と評価したことを示す。従って、ここで得られた結論は、日本の障害者雇用施策に対して重要な意味を持つ。障害者を雇用する費用がその便益を上回っていることは、制度設立から現在まで、民間企業の平均実雇用率が法定雇用率を上回ったことがない事実と整合的である。従って現状制度のまま、企業に障害者雇用の促進を求めるのであれば、企業の健全な経営を妨げる可能性が高い。

産業別

選択された企業群を 4 つに分類する。この分類は樋口・新保(1999)¹⁷に従っている。ここでの目的は、賃金水準による産業属性を考慮してサンプルを区分し、障害者雇用達成企業と未達成企業の株価収益率が有意に異なっただけかを検定することである。樋口・新保によって区分された産業を基準として、本稿でのサンプルを賃金水準の低い順に 4 つに選別した(表 8.)。結果、全て有意に差が生じている。業種 ~ については、全体と同様の方向で差が生じた。しかし、業種 において、他のグループと反対の影響が検出された。

賃金水準が一番高い産業において、全体とは反対の結果が得られた理由として考えられる一つ目の可能性は、以下に述べるメカニズムが機能していることである。

一般的に知識集約的な産業では労働力一単位あたりの限界生産性が高く、従って賃金も高くなることが予想される。仮に、障害者と健常者の限界生産力に差があり、その差は物理的なハンディーキャップに強く依存しているとしよう¹⁸。さらに、知識集約的な産業は、労働者が労働するときに直面する物理的な障害が少ないと仮定する。この時、障害者の市場賃金が低いのであれば、知識集約的な産業に属する企業は障害者を多く雇用する。その仮定の下で、資産市場が完備であるならば、賃金水準の低い産業では

$$[\text{達成企業の } D \text{ 推定量}] > [\text{未達成企業の } D \text{ 推定量}]$$

が成立すると予想される。すなわち、賃金率の高い産業で雇用されている障害者はその限

¹⁷ 樋口・新保は、雇用創出、雇用喪失が産業ごとで異なるのか否かを、賃金水準を基準にして産業を分類し、検証している。

¹⁸ 日本で、物理的なバリアーの除去(バリアフリー施策)と障害者雇用の問題を扱った先駆的な研究として金子(2001)があげられる。金子は、バリアフリー施策の普及が障害者雇用の増加、高齢者の外出頻度が上昇することで総需要が喚起され、日本経済の成長に貢献する可能性があることを主張している。

界生産性が高い。この区分に含まれる企業は、利潤最大化という行動をとっているという意味で、経営効率がよいと、投資家たちが判断した可能性が示唆される。同様のことは、最低賃金、賃金の下方硬直性から説明することも可能である。青山(1993)が指摘したように、障害者の限界生産性が低ければ、利潤最大化を行う企業は障害者を雇用する代わりに、納付金を納めることで法的規制に対処する。もし、この仮説が正しければ、日本の障害者雇用施策は考え直されなければならない。

資本規模別

『会社四季報』にある対象としているサンプルの資本を使用し、100 億円以下、100 億円から 1000 億円、1000 億円以上と区分した¹⁹。この区分では、100 億円から 1000 億円、1000 億円以上の区分で、全体と同様に雇用率達成企業の株価収益率が下落し、未達成企業は上昇した。1000 億円以上の区分では統計的に有意な影響があったと確認できない。しかし、母集団平均が正の値をとっていること、イベントウィンドウが 31 日であり分散の推定量が大きいという理由から検出力が低下していること。グラフで D 推計量の変動を観察すれば、収益率が下落したトレンドが観察されること(図 4.)。以上の理由から、このグループの達成企業群は市場からネガティブな評価をされたと判断できる。また、100 億円以下区分において、情報公開は影響を及ぼしているが、その方向は反対であった。理由として挙げられるのは、個別のサンプル属性が大きく影響していることである²⁰。

5. まとめと今後の課題

分析の結果をまとめてみよう。個別企業の障害者雇用状況が web 上で開示されたとき、障害者雇用率未達成企業、達成企業両グループに対する影響が確認された。全体的には障害者雇用未達成企業がポジティブな評価を受け、達成企業はネガティブな評価を受けた。従って、JAL 訴訟問題における原告の主張は間違っていた可能性が高いことになる。従業員規模区分、経常収支別区分による分析でもそれぞれ雇用率達成企業の株価収益率は下がり、未達成企業の株価収益率は上がった。これは、障害者雇用に伴う費用が便益よりも大きい可能性が高いことを示しており、『障害者の雇用の促進等に関する法律』のあり方に対して重要な意味を持つ。一つ目に、最大の罰則措置と考えられている「企業名の公表」は罰則としての効力をもたない。二つ目に、障害者の賃金から生産性を引いたものが納付金額を上回っていることが示唆される。また、SRI の議論に対しては、定義があいまいなまま社会的責任を企業に求めたところで、それが企業の便益とならないものであれば、かえって企業の健全な経営を圧迫する可能性がある。障害者雇用を CSR(Corporate Social

¹⁹ それぞれの区分に含まれた雇用率達成状況別、産業別企業数は表 5. を参照。

²⁰ この結果を牽引しているのは卸売業 1 社と、建設業 1 社である。卸売業については産業別区分の分析での考察と整合的である。しかし、建設業については不明である。両社に共通しているのは株式の売買単位が 1000 株だということのみである。株式売買単位別に区分して分析する必要が残されるかもしれない。

Responsibility ; 企業の社会責任)の一環として位置づけるのであれば、議論の中に企業の経済学的な意思決定問題を考慮に入れる必要がある。

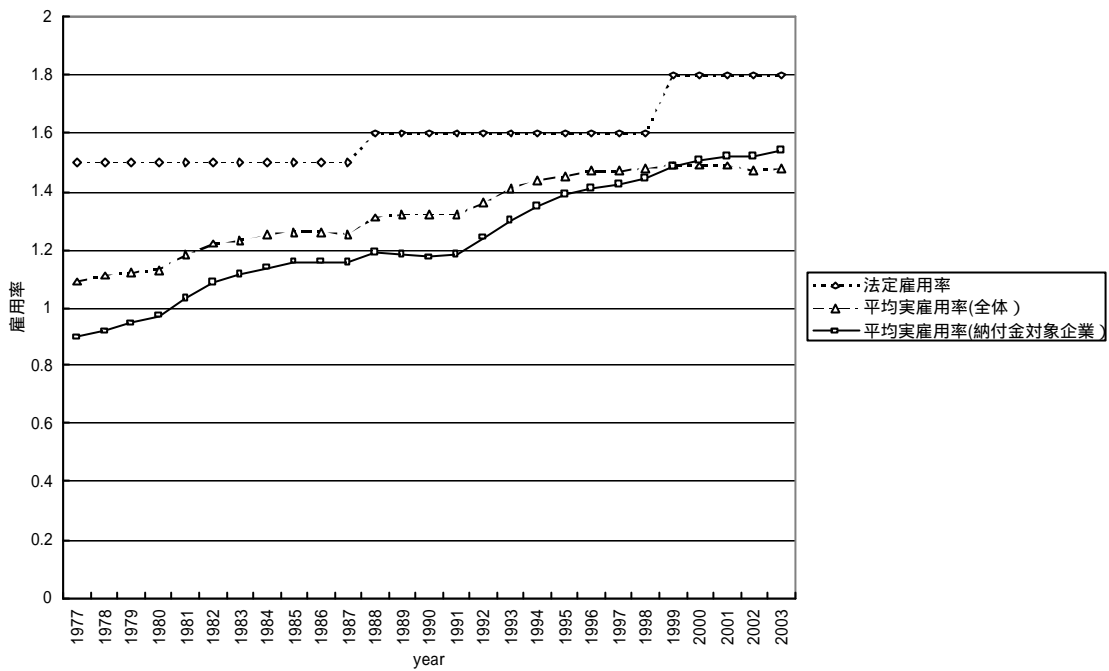
賃金水準で区分した産業別区分では区分、資本規模別区分では100億円以下区分を除いて残りは同様の結論を得た。賃金水準の一番高い産業が全体とは反対の影響が確認された事実から考えられる仮説は1、障害者の市場賃金率が低いとき、賃金水準の高い産業で雇用される障害者は限界生産性が高く、その業種にある企業は経営効率が良いと考えられること。また、最低賃金や、賃金の下方硬直性の制約を受けないために、障害者をより多く雇用している企業の経営効率が良いと評価を受けたこと。2、国の規制が強い産業においては、障害者を雇用すべきであるという社会的風潮があり、その風潮が投資家の期待に反映されていること、である。資本規模区分の理由としては、個別企業の属性が大きく反映されていることが考えられる。

最後に、本稿で得られた事実は一般的に成立する事実ではないことに気をつける必要がある。今後の課題として、全体とは反対の現象がなぜ観察されたかについて、より詳細な実証分析を行うことが挙げられる。また、本稿の検定ではイベントスタディー法の理論的背景に依拠しており、母集団は正規分布に従うと仮定した。しかし、厳密には母集団が正規分布に従っているとは言えない。従って、統計的により頑健な検証方法を使用して、今回得られた結論の正当性を確認することも課題とされる。

[参考文献]

- [1] 青山英男 (1993)「企業の障害者雇用を巡る経営・行政及び雇用理念の展開と課題」、『リハビリテーション研究』第 76 号
- [2] 大竹文雄・谷坂紀子 (2001)「雇用削減行動と株価」、玄田有史・中田善文編『リストラと転職のメカニズム』東洋経済新報社 所収
- [3] 金子能宏 (2001)「障害者雇用施策とバリアフリーの連携」、『季刊・社会保障研究』Vol37.No3
- [4] 釜江廣志・手塚広一郎(2000)「株式市場の効率性：規制政策のイベントスタディ」、『一橋論叢』Vol23.No5
- [5] 環境省 (2003)『社会的責任投資に対する日米英 3 国比較調査報告書 わが国における社会的責任投資の発展に向けて - 』、環境省
- [6] 手塚直樹 (1999)『日本の障害者雇用 その歴史・現状・課題』、光生館
- [7] 樋口美雄・新保一成 (1999)「景気変動過程におけるわが国の雇用創出と雇用喪失の特徴」、青木昌彦・奥野正寛・岡崎哲二編『市場の役割 国家の役割』東洋経済新報社 所収
- [8] 広瀬純夫 (2003)「市場の効率性と介入の役割 - ドル・円外為市場での介入効果の実証分析 - 」、『開発金融研究所報』第 16 号
- [9] 福田慎一・計聡(2002)「日本における財政政策のインパクト - 1990 年代のイベントスタディ - 」、『金融研究』日本銀行金融研究所
- [10] 三輪芳郎(1998)「株主代表訴訟」、三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会 所収
- [11] Aboud John M., George Milkovich, and John Hannon,(1990)“The Effect of Human Resource Management Decisions on Shareholder Value,” Industrial and Labor Relations Review,February,43(3),203s-36s
- [12] Champbell, John Y.,Andrew W.Lo,and A.Craig MacKinlay,(1997).The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press.
- [13] Griffin Peter(1992) “The Impact of Affirmative Action on Labor Demand: A Test of Some Implications of the Le Chatelier Principle,” The Review of Economics and Statistics,vol.74,no.2
- [14] Henry S.Farber,and Kevin F.Hallock.(1999) ”Have Employment Reductions Become Good News For Shareholders? The Effect of Job Loss Anouncements on Stock Prices”,NBER working paper 7295

図1. 法定雇用率と平均実雇用率の推移



出所：『身体障害者及び知的障害者の雇用状況について』厚生労働省

図2. 累積超過収益(CAR)のカーネル密度

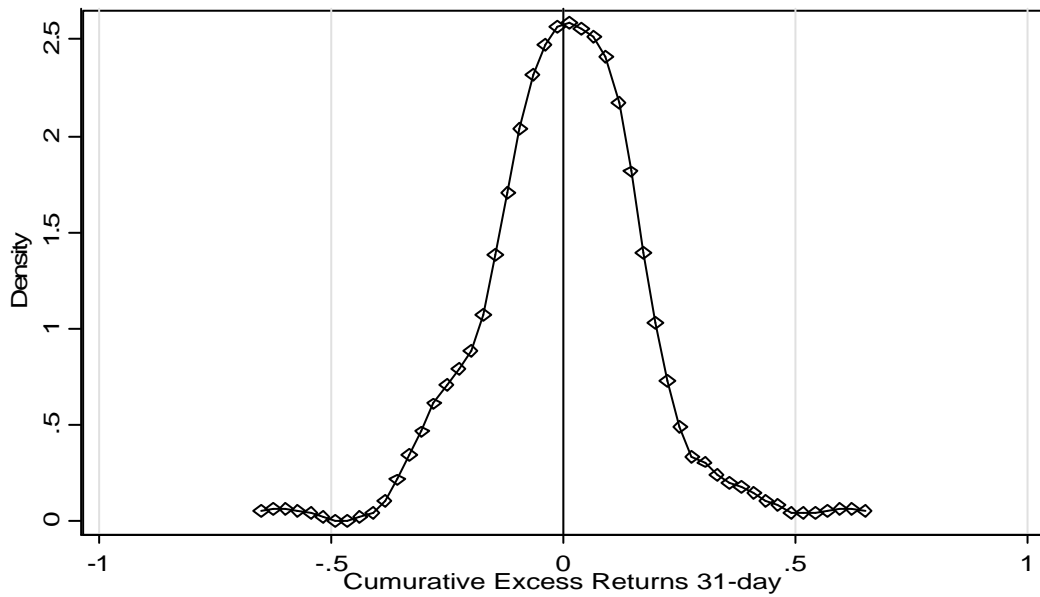
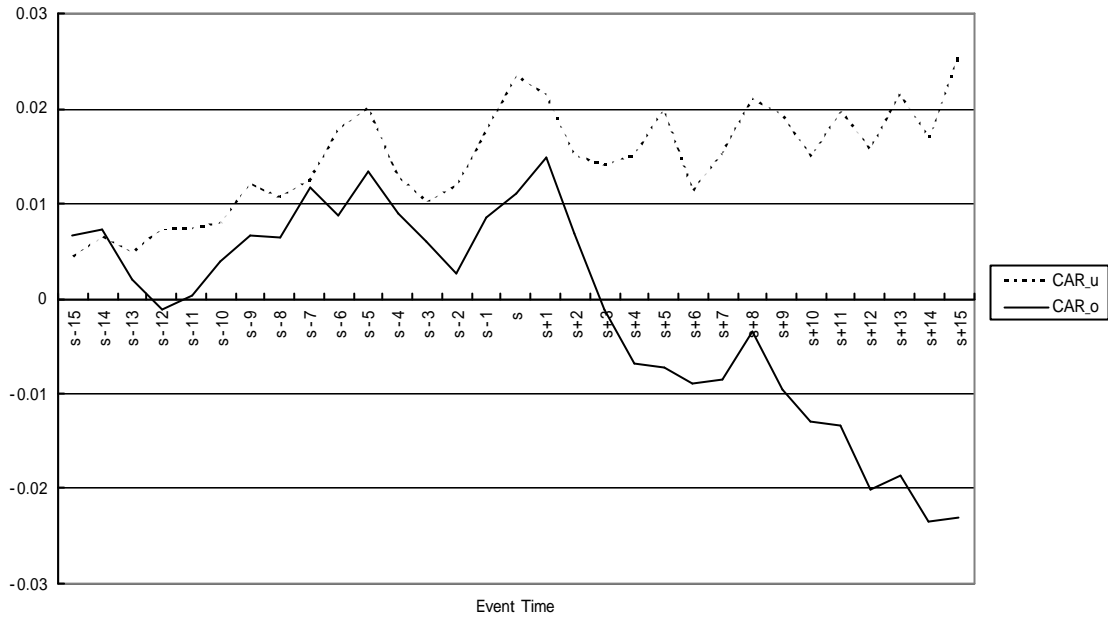
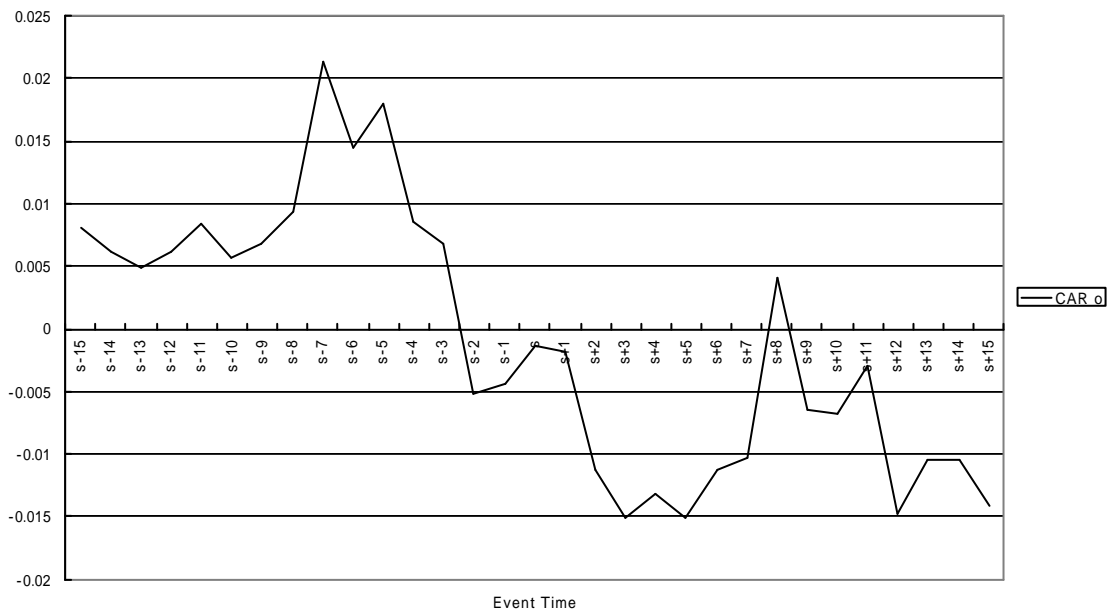


図3. 9月22日をイベントとしたD推定量の変動



ここで CAR_u は障害者雇用率未達成企業の平均超過収益(D 推定量)を表し、CAR_o は雇用率達成企業の平均超過収益(D 推定量)を表す。また、s はイベント日である9月22日を表している。

図4. 資本規模1000億円以上区分のD推定量の変動



ここで CAR_o は雇用率達成企業の平均超過収益(D 推定量)を表す。また、s はイベント日である9月22日を表している。

表 1. 従業員規模別障害者雇用未達成企業の割合、障害者比率、健常者比率

year	未達成比		障害者比率		常用雇用者比率	
	～ 300	300 ～	～ 300	300 ～	～ 300	300 ～
1977	42.8	65.8	43	57	30.8	69.2
1978	43.2	67.3	42.5	57.5	30.7	69.3
1979	43.3	67.4	41.7	58.3	31.1	68.9
1980	43.1	68.9	40.8	59.2	31	69
1981	40.5	68.5	39.7	60.3	30.8	69.2
1982	40.4	67.1	38.3	61.7	30.8	69.2
1983	40.6	66.8	37.4	62.6	30.8	69.2
1984	40.4	67.2	36.7	63.3	30.7	69.3
1985	40.9	66.8	35.6	64.4	30.1	69.9
1986	40.5	66.7	35.3	64.7	29.9	70.1
1987	40.8	67.5	35.2	64.8	30.1	69.9
1988	42.6	70.4	38	62	31.5	68.5
1989	42.5	70.6	38.3	61.7	31.4	68.6
1990	41.8	70.3	38.5	61.5	31	69
1991	42.4	70.6	38.5	61.5	31	69
1992	42.7	69.8	37.1	62.9	31	69
1993	43.8	67.8	36.4	63.6	31.1	68.9
1994	45.5	66.3	35.6	64.4	31.3	68.7
1995	45.9	64.3	34.7	65.3	31.5	68.5
1996	46.2	63.3	34.3	65.7	31.7	68.3
1997	46.8	62.2	33.9	66.1	31.7	68.3
1998	47.2	61.5	33.2	66.8	31.7	68.3
1999	52.2	69.7	33.4	66.6	33.3	66.7
2000	53.1	68.1	32.7	67.3	33.3	66.7
2001	54.1	67.3	32.1	67.9	33.4	66.6
2002	55.7	66.7	31.4	68.6	33.7	66.3

未達成比は、各規模における未達成企業の比率（％）を表す。雇用障害者比率は全障害者のうち雇用各規模の企業に雇用されている障害者の比率を表す。常用雇用者も同様の定義である。これはどのような属性を持った企業がどの程度のシェアを占めているのかを考察する目的で作成した。なお、～300人規模においては87年と、97年に制度拡大があったことに注意する必要がある。

出所：厚生労働省『身体障害者及び知的障害者の雇用の現状』

表 2. 選択されたサンプル数と業種

業種	未達成	達成	業種	未達成	達成
小売業	7	2	情報・通信業	3	0
卸売業	5	2	食料品	4	3
パルプ・紙	2	0	精密機器	1	0
医薬品	4	5	繊維製品	6	3
化学	7	6	鉄鋼	2	1
ゴム	1	0	電気・ガス業	0	2
サービス業	1	1	電気機器	5	6
その他製品	4	1	非鉄金属	0	1
機械	5	4	輸送用機器	4	1
保険業	1	0	陸運業	1	4
銀行業	1	0	計	68	49
建設業	4	7			

ここでの産業区分は『会社四季報』によるものである。

表 3. プレテストにおける標準時、イベント時の CAR の記述統計

イベント日	区分	平均値	標準偏差	サンプル数
	全企業	0.0053	0.0167	117
	未達成企業	0.0257	0.0226	68
	達成企業	-0.023	0.1563	49
標準時	全企業	-0.0043	0.0055	2340
	未達成企業	-0.0048	0.0055	1360
	達成企業	-0.0035	0.0497	980

本文で定義したように、ここでの平均値は D 推計量のことである。

表 4. 個別企業の障害者雇用状況開示によって障害者雇用達成企業と未達成企業の D 推計量が通常時の D 推定量と異なったか否かに関する検定

	全企業	未達成企業	達成企業
DD 推定量	0.0096***	0.0305***	-0.0194***
標準誤差	0.0006	0.0009	0.0011
自由度	2455	1426	1027
サンプル数	2457	1428	1029

***は有意水準 1% で有意であることを示す。

表 5. 情報公開による DD 推定量の有意性の検定

	D 推定量	標準誤差	サンプル数
未達成企業	0.0257	0.0027	68
達成企業	-0.0230	0.0035	49
DD 推定量	0.0487***	0.0044	
自由度	115		

***は有意水準 1% で有意であることを示す。

表 6. 規模、経営状況区分別 DD 推定量 の有意性の検定

規模別	小規模			大規模		
	D 推定量	Std.Err	Obs.	D 推定量	Std.Err	Obs.
未達成企業	0.0128	0.0044	43	0.048	0.0074	25
達成企業	-0.0357	0.0109	18	-0.0156	0.0050	31
DD 推定量	0.0485***	0.0097		0.0636***	0.0086	
自由度	59			54		
経営状況別	経常利益増加			経常利益減少		
	D 推定量	Std.Err	Obs.	D 推定量	Std.Err	Obs.
未達成企業	0.0172	0.0043	44	0.0282	0.0081	24
達成企業	-0.0038	0.0049	34	0.0003	0.0131	11
DD 推定量	0.0210***	0.0065		0.0280*	0.0154	
自由度	76			19.3442		
	二期連続赤字					
	D 推定量	Std.Err	Obs.			
未達成企業	0.0194	0.0521	1			
達成企業	-0.2718	0.1622	3			
DD 推定量	0.2912*	0.1071				
自由度	2					

***は有意水準 1%、**は 5%、*は 10% で有意であることを示す。Std.Err は標準誤差、Obs. はサンプル数を表す。

表 7. 産業、資本規模区分別 DD 推定量の有意性の検定

産業別	D 推定量	Std.Err	Obs.	D 推定量	Std.Err	Obs.
未達成企業	0.0469	0.0095	20	0.0345	0.0084	20
達成企業	-0.023	0.012	17	-0.0355	0.0168	10
DD 推定量	0.0698***	0.0153		0.0700***	0.0168	
自由度	33.6194			28		
<hr/>						
産業別	D 推定量	Std.Err	Obs.	D 推定量	Std.Err	Obs.
未達成企業	-0.0054	0.0253	7	-0.0046	0.0096	21
達成企業	-0.114	0.0193	7	0.0471	0.0096	15
DD 推定量	0.1085***	0.0319		-0.0516***	0.014	
自由度	12			34		
<hr/>						
資本規模別	100 億以下			100 ~ 1000 億		
	D 推定量	Std.Err	Obs.	D 推定量	Std.Err	Obs.
未達成企業	-0.0304	0.0077	24	0.0564	0.0043	44
達成企業	0.1079	0.0315	6	-0.0494	0.0054	33
DD 推定量	-0.1383***	0.0216		0.1058***	0.0068	
自由度	28			75		

***は有意水準 1%、**は 5%、*は 10%で有意であることを示す。Std.Err は標準誤差、Obs. はサンプル数を表す。産業区分については表 8 参照

表 8 . 賃金水準別産業区分

～ は樋口・新保（1999）によって区分されたものである。賃金が低い産業から ～ の順番で並べてある。その下のものは、本稿で取り上げているサンプルの東京証券取引所による区分である。一番下の 2 行は、選別されたサンプル数を表し、上の行が未達成企業のサンプル数、下の行は達成企業のサンプル数を表す。

鉱業 建設 繊維 衣服 木材・木製品 家具・装備品 パルプ・紙 石油・石炭製品 プラスチック ゴム なめし皮 窯業・土石 鉄鋼 非鉄金属 金属製品 輸送用機器 運輸	一般機械 その他製造業 小売・飲食店	出版・印刷 電気機械 精密機械 通信 その他サービス	化学工業 電気・ガス 卸売 金融・保険 不動産 情報・調査・広告 医療サービス
--	--------------------------	--	---

パルプ・紙 ゴム 建設業 繊維製品 鉄鋼 非鉄金属 輸送用機器 陸運業	小売業 その他製品 機械 食料品	サービス業 精密機器 電気機器	卸売業 医薬品 化学 保険業 銀行業 情報・通信業 電気・ガス業
--	---------------------------	-----------------------	--

未達成企業	20	20	7	21
達成企業	17	10	7	15