

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

長江 亮

(大阪大学大学院)

2003年9月22日、大阪労働局が管轄する従業員規模1000人以上個別企業の障害者雇用状況がWeb上で公表された。本稿ではこの公表をイベントとして捉え、個別企業の障害者雇用状況を日本の株式市場がどのように評価したかについて、イベントスタディ法に差分の差分法を適用して分析した。その結果、障害者法定雇用率を達成した企業の株式市場収益率は下落し、逆に未達成企業で上昇したことが有意に確認された。この事実は、日本の障害者雇用施策で最大の罰則であると考えられている「事業所名の公表」が罰則としての意味をなさず、それが新たな情報として株価を上昇させるために、かえって障害者雇用促進に抑制的に働く可能性があることを示している。

目次

- I はじめに
- II イベントスタディ法とデータの紹介
- III 障害者雇用率のWeb公開は株式市場におけるニュースだったのか
- IV 障害者雇用率公開による市場株式収益率の変化
- V 企業属性によって障害者雇用率公開の影響は異なるか
- VI 結果の確認
- VII 結論と若干の考察、今後の課題

I はじめに

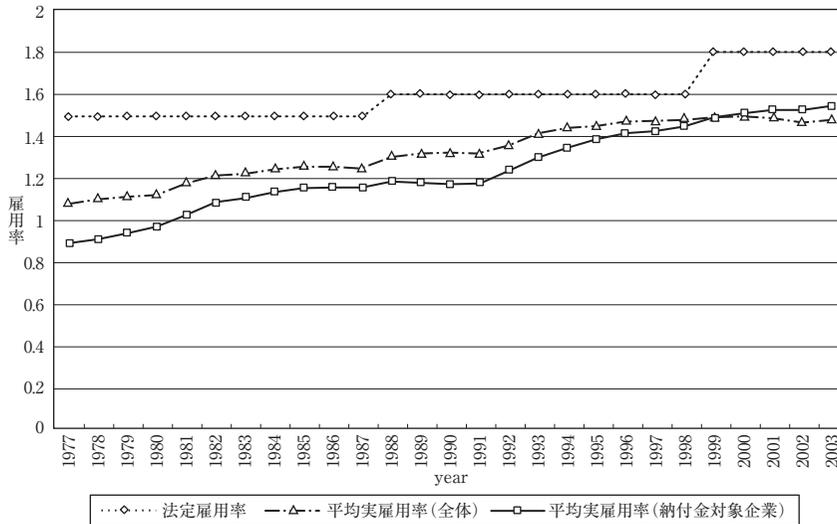
民間企業の障害者雇用はどのように考えられているのであろうか。2003年9月22日、大阪労働局が管轄する従業員規模1000人以上の個別企業名とその障害者雇用状況がWeb上で公表された。これは、JAL訴訟問題に端を発する出来事である。JAL訴訟問題とは、1999年12月17日にJALの一部の株主が「JALの経営者が障害者の雇用を積極的に行わずに多額の障害者雇用納付金を支払い、同社に納付金相当の損害を与えた」と

してJALの経営者を相手に株主代表訴訟を起こした事件である¹⁾²⁾³⁾。この事件は被告が譲歩するという形で和解が成立した⁴⁾。しかし、原告は事件後も活動を続け「民間企業が障害者雇用に消極的である」として政府に個別企業の障害者雇用状況の開示を求めてきた⁵⁾。その結果、2003年9月8日に大阪労働局で個別企業の障害者雇用状況が開示された。開示情報を得た原告は、「大企業は中小企業に比べて法令遵守において社会的責任をより厳しく求められている」という理由で従業員規模1000人以上の企業名とその障害者雇用状況を自身のホームページ上に公表したのである⁶⁾。

なぜこのような事件が起こったのであろうか。日本では「障害者の雇用の促進等に関する法律」という法律がある⁷⁾。これは、従業員規模56人以上の事業主に一定率の障害者雇用義務を課す⁸⁾。そして、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と規定する⁹⁾。

この施策のもとにある企業の障害者に対する労働需要を考えてみよう。企業の障害者に対する労働需要は、生産要素である障害者を1人雇用する

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。

ことによる限界便益と限界費用を比較して決定される。企業にとって障害者の最適雇用者数が法定雇用義務とされている雇用者数を下回るとき、追加的に障害者を雇用すると利潤は最大化されない。このとき企業は障害者を雇用しない。反対に、障害者を追加的に雇用することから得られる限界便益のほうが限界費用よりも大きいとき、企業は障害者を雇用することで利潤を高めることができる。よってこの場合企業は障害者を雇用する。このように考えると JAL 訴訟問題が起こった理由は、経営者と株主の間に情報の非対称性があり、障害者雇用が企業利潤に及ぼす影響について双方の意見が異なっていたためであると考えられる。

果たしてどちらが妥当なのであろうか。図1は、法律が施行されてから2003年までの民間企業の障害者平均実雇用率の推移を表している¹⁰⁾。これを見ると、民間企業の平均実雇用率は緩やかに上昇しているが、制度制定から四半世紀が過ぎているにもかかわらず法定雇用率を上回ったことは一度もないことがわかる。また、納付金対象とされる従業員規模301人以上の企業の平均実雇用率は全体よりも大きく上昇しているが、やはり法定雇用率には到達していない。次に、表1を見てみると、民間企業に雇用されている障害者の約半数が

従業員規模1000人以上の企業に雇用されるようになってきたことがわかる。しかしながら同規模で法定雇用率を達成していない企業の割合は約70%から80%の間で推移しており、大きく減少してきてはいない。よって、制度制定以降、障害者の雇用は大企業を中心に緩やかに増加してきたことがわかる。しかしながら、その大企業でも障害者の雇用に消極的な民間企業が多数存在しており、全体的に見れば障害者に対する労働需要は、制度制定時からあまり変化してきていないこともわかる。仮に訴状にあった原告の主張が妥当であったとしよう。すると、障害者を雇用するかわりに納付金を納めることが企業の損害となり、株主の損害につながることになる。よって、今回の情報公開で法定雇用率を達成していないという情報が明らかにされれば、その企業の株価は下落するはずである。したがって今回の公表は、原告の主張の妥当性を実証的に確認するための格好の材料を提供している。

個別企業の障害者雇用状況が公表されることで、株価はどのような反応をするだろうか。法定雇用率を達成している企業の株価が上昇する要因はいくつか考えられる。一つ目に、「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」

表1 従業員規模別の障害者法定雇用率未達成企業の割合、雇用障害者比率、常用雇用者比率

年	未達成比			雇用障害者比率			常用雇用者比率		
	～300	300～	1000～	～300	300～	(1000～)	～300	300～	(1000～)
1977	42.8	65.8	78.9	43	57	34.6	30.8	69.2	47.4
1978	43.2	67.3	79.5	42.5	57.5	35.2	30.7	69.3	47.1
1979	43.3	67.4	79.4	41.7	58.3	36	31.1	68.9	46.6
1980	43.1	68.9	81.5	40.8	59.2	36.9	31	69	46.5
1981	40.5	68.5	81	39.7	60.3	38.4	30.8	69.2	46.5
1982	40.4	67.1	78.6	38.3	61.7	40.5	30.8	69.2	46.8
1983	40.6	66.8	76.8	37.4	62.6	42	30.8	69.2	46.9
1984	40.4	67.2	76.7	36.7	63.3	42.7	30.7	69.3	46.8
1985	40.9	66.8	76.8	35.6	64.4	43.9	30.1	69.9	47.6
1986	40.5	66.7	76.8	35.3	64.7	43.8	29.9	70.1	47.6
1987	40.8	67.5	75.7	35.2	64.8	44.3	30.1	69.9	47.8
1988	42.6	70.4	80.5	38	62	41.9	31.5	68.5	46.5
1989	42.5	70.6	80.4	38.3	61.7	41.6	31.4	68.6	46.6
1990	41.8	70.3	81.2	38.5	61.5	41.2	31	69	46.8
1991	42.4	70.6	82.1	38.5	61.5	41.2	31	69	46.9
1992	42.7	69.8	80.8	37.1	62.9	42.2	31	69	46.6
1993	43.8	67.8	77.9	36.4	63.6	43	31.1	68.9	46.6
1994	45.5	66.3	74.9	35.6	64.4	43.5	31.3	68.7	45.9
1995	45.9	64.3	72.1	34.7	65.3	44.3	31.5	68.5	45.7
1996	46.2	63.3	69.2	34.3	65.7	44.5	31.7	68.3	45.3
1997	46.8	62.2	67.5	33.9	66.1	44.6	31.7	68.3	44.9
1998	47.2	61.5	65.8	33.2	66.8	44.9	31.7	68.3	44.8
1999	52.2	69.7	77	33.4	66.6	44.6	33.3	66.7	43.6
2000	53.1	68.1	74.5	32.7	67.3	44.9	33.3	66.7	43.3
2001	54.1	67.3	73.4	32.1	67.9	45.1	33.4	66.6	42.9
2002	55.7	66.7	72.9	31.4	68.6	45.4	33.7	66.3	42.7

注：1) 未達成比は、各規模における未達成企業の比率(%)を表す。雇用障害者比率は民間企業に雇用されている全障害者のうち、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。

2) 雇用障害者比率、常用雇用者比率において(1000～)は、1000～が占めている割合を表している。1000～は、300～にも含まれるために()をつけてある。例えば、2002年300～には、民間企業に雇用される全障害者のうち68.6%の人が雇用されている。1000～には、民間企業に雇用される全障害者のうち45.4%の人が雇用されている。という意味である。

3) 87年と、97年に制度拡大(法定雇用率引き上げ)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」

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¹¹⁾。この罰則措置が有効であれば、法定雇用率達成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¹²⁾。二つ目に、現在の日本では90年代に欧米で急成長をとげた社会的責任投資(Social Responsibility Investment:以下SRI)が急速に浸透しつつある。SRIは、投資家たちが企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility:以下CSR)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的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、個人投資家の多くがSRIに関心を抱き、その必要性を強調している¹³⁾。

反対に、法定雇用率を達成し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は「割当雇用制度」に基づいている。アメリカで「割当雇用制度」の機能を持つ法律の影響を分析した経済学研究によれば、制度はその対象グループの雇用機会を強制的に拡大することで、グループの厚生を高める効果がある¹⁴⁾。しかし、制度の制約を課された企業は、要素投入に対する制約条件が増すために制度の対象とされるグループの労働と他の投入要素との要素代替が困難になる。その結果、企業の費用が増大することが示されている(Griffin(1992))¹⁵⁾。日本の現状を見てみると、「納付金制度」の下で障害者の労働需要は増加していない。これは、Griffin

が示した「割当雇用制度」の弊害が、日本でも顕在化している可能性を示唆する。投資家が、企業が多数の障害者を雇用しているという情報を「経営効率が悪い」というシグナルと判断するのであれば、法定雇用率を達成している企業の株価は下落する可能性もある。

以上のことを考え合わせると、企業の障害者雇用状況と株価の関係进行分析することで得られる含蓄は、原告の主張の妥当性を確認することだけではない。それに加えて、日本の障害者雇用施策、企業の社会的責任までも考察するための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、極めて興味深い実験材料を提供している。

本稿の目的は、個別企業の障害者雇用状況に対して、日本の株式市場がどのような評価をしたのかを明らかにすることである。本稿では、JAL訴訟問題の原告が、大阪労働局が管轄する従業員規模1000人以上の個別企業障害者雇用状況をホームページ上で公表したことをイベントとして捉え、イベントスタディという手法を使用して障害者雇用状況の公表が株価にどのような影響を与えたかについて分析した¹⁶⁾。

イベントスタディ法とは、株価に影響を与える可能性のある情報が発生した時点で株価が変化するか否かを検証することで、当該情報が企業価値にどのような影響を与えるものであったかを市場情報から判断するものである。この手法は主に企業金融の分野で発展してきた手法であるが、その適応範囲の広さからさまざまな分野で使用されるようになってきている¹⁷⁾。本稿では現在一般的に使用されている方法を使用するが、それにはいくつかの問題点がある。一つ目にサンプル全体が受ける影響から生じるバイアスを除去できないという問題、二つ目にイベント日の確定が困難であるという問題である。本稿では一つ目の問題に対しては、公表された企業を障害者法定雇用率達成企業と未達成企業に区分し、差分の差分法(Difference-in-Differences; 以下DD法)を適用させることで対処した。二つ目の問題に対しては、サンプルの標準時の累積超過収益率の分布を定義し、イベント時の累積超過収益率の分布が標準時の分布と有意に異なったか否かを検証するというブレテ

ストを行うことで対処した。

日本の経済学研究で障害者雇用施策を分析したものは存在しない¹⁸⁾。施策の歴史は古く、制度に対する学際的な議論はなされているものの、施策に対する評価は一様ではない。小野(1990)、手塚(1999)は制度設立から民間企業に雇われる障害者を持つ雇用者の数値が増加していることを根拠に「障害者の雇用を進める上で一定の効果はあった」と制度を肯定している¹⁹⁾。他方で青山(1993)は納付金義務が従業員規模301人以上の企業にのみ課されていることを見て、「経営効率を重視する大企業では、法的規制を課してもそれをかわす努力しかない」と否定的な見解を示す。本稿の分析によって、これらの議論に対して経済学からの知見を提供できるはずである。

本稿の結論をあらかじめ要約しておきたい。第1に、個別企業の障害者雇用状況がWeb上で開示されたとき、サンプル全体、法定雇用率未達成企業、達成企業各グループの平均累積超過収益率の分布に対する影響が確認された。したがって、情報公開はイベントとして定義できることがわかった。第2に、公開によって法定雇用率「達成」企業の株式市場収益率は下がり、「未達成」企業は上がるという形で有意な差が検出された。第3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。ほとんどの区分で法定雇用率未達成企業のほうが、達成企業よりも高く評価されるという形で有意に差が生じた。これは、日本の障害者雇用施策で、施策に従わない企業に対する最大の罰則措置と考えられている「事業所名の公表」は罰則措置としての効果を持たず、法定雇用率を達成していないことが新たな情報となって株価を上昇させるために、かえって障害者雇用の促進を抑制する可能性があることを示している。

以下Ⅱでは、イベントスタディ法、使用したデータについて説明する。Ⅲではプレテストを紹介する。Ⅳではイベント日周辺の分析で得られた結果を記述する。ⅤではⅣで得られた結果が企業属性によって異なるか否かを確認し、その結果から得られる含意を議論する。Ⅵで得られた結果がサンプルの偏りで生じたものでないことを確認する。最後に結論をまとめ、若干の議論を行い今後の課

題について述べる。

II イベントスタディ法とデータの紹介

1 イベントスタディ法とは

イベントスタディ法は、経済上のイベントが企業価値にどのような影響を与えるかを測定することで、そのイベントの影響を分析する手法である。具体的には、現実イベントが起こったときの株式の市場収益変化率が、イベントが起こらなかった場合に予想される変化率と比べてどの程度乖離しているかを測定する。そして、その乖離を分析することで、イベントの影響を分析する手法である。この手法に確立された方法論は存在しないが、通常以下の5段階を経る²⁰⁾。(1)興味のあるイベントを決める。(2)正常な株式市場収益率の変動を説明するモデルを決める。(3)超過収益率 (ER: Excess Return) を推計する。(4)イベントの種類によって、分析目的に沿った形で超過収益率を集計する。(5)イベントによって、(4)で集計された超過収益率がどのような動きを示したのかを分析する。

労働経済学では、企業の労働需要と株価の関係を分析するためにイベントスタディ法を使用した研究がいくつか存在する (Abowd *et al.* (1990), Farber and Hallock (1999), 大竹・谷坂 (2001) 等)。いずれの研究も、現在標準的に使用されている手法を適用している。本稿でもそれらの先行研究と同じ手法を使用する。その手法には次の二つの問題がある。第1に選択した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である。第2にイベントが投資家に対するニュースとなっているか否かが識別できないという問題である。第1のサンプル全体がイベントとは無関係の共通なショックを受けるという問題に対して、本稿ではDD法の考え方を適応して対処する。具体的には、公表された企業を法定雇用率達成企業と未達成企業に区分し、両グループの平均累積超過収益率の差分を取る。そして、イベントによってその差が有意に生じたか否かを検証する。両グループの平均累積超過収益率の差

分を取ることでサンプル全体が影響を受けることから生じるバイアスを除去し、イベントの純効果が計測できる。また、イベント日の確定問題については、次のように対処した。まず、イベント日と設定した2003年9月22日から、分析対象とされる企業の属性が大きく変化していないと考えられるときまでさかのぼって、それらの株価を集める。そして、その期間内に少なくとも何回かのイベントが起こったかのように考え、仮想的に設定したイベントの数だけ各サンプルの累積超過収益率を導出する。ここで導出された累積超過収益率の分布を標準時の累積超過収益率の分布であると定義する。標準時の累積超過収益率の分布と、実際にイベントが起こった2003年9月22日をイベント日としたときの累積超過収益率の分布との間に、統計的に有意な差が生じたか否かを検証する。本稿ではこれをプレテストと呼ぶ。次に本稿で使用したイベントスタディ法を、順を追って解説していく。

2 モデルの選択と正常な株式市場収益率の推計

まず、正常な株価の変動を説明するモデルを決める。一般的に株価はさまざまな要因から影響を受ける。そこで、個別株価の変動のうち市場全体の影響を受ける部分を除去して、純粋にその株価だけに特有の変動を取り出す必要がある。そのため、マーケット・モデルを使用する。マーケット・モデルは R_{it} を*i*銘柄の*t*営業日における株式市場収益率、 R_{mt} を*t*営業日におけるマーケットポートフォリオの収益率として以下で表される²¹⁾。

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

推計時には、投資家は株価に影響を及ぼす情報を得た時点で、即座に株を取引すると仮定する。よって、日々の個別株価変動は互いに独立であると仮定される。そして、(1)式をイベントから影響を受けない期間の株価を使用して企業別で推計する。この推計値が正常な株価変動を表すものとなる。(1)式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31日間とした。

以下では日時を τ 、推計期間の始めの日を T_0 、最後の日を T_1 として推定期間を L_1 ($\tau = T_0 + 1$ から T_1) と表す。

3 イベント期間の設定

次にイベント期間を設定する。イベント期間とはイベント日を中心として株価に影響が反映されると予想される期間のことである。イベント日を S としよう。イベント期間は S を中心として、イベントの情報が事前に染み出しており株価に影響が現れると考えられる日 $\tau_1 \geq T_1 + 1$ からイベントの情報がなくなるであろう日 $\tau_2 \leq T_2$ までの期間である²²⁾。以下ではイベント期間を L_2 ($\tau = \tau_1$ から τ_2) と表す。

イベント期間設定についての理論や基準はない。株価が影響を受ける要因は数多いために、イベント期間は短いほうが望ましい。しかし、イベントとなる情報の公表媒体が投資家が普段目にする可能性の低いものである場合、通常はイベント期間を拡張して対処される。例えば、大竹・谷坂(2001)は雇用削減の新聞報道によるアナウンスをイベントとしており、同研究で報告されている主要なイベント期間は21日である²³⁾。本稿ではJAL訴訟問題の原告によるWeb上での情報公開をイベントとした。Web上に情報があることの特徴は、いつでもどこにいても、そのホームページにアクセスをすれば情報が得られることである。投資家が9月22日以降しばらくして情報を入力した場合、株価への影響が見られるのはイベント日直後とはならない。投資家が障害者雇用状況の公表を注意してチェックしているとは考えにくい。ため、彼らが9月22日より後に情報を得た可能性を考慮する必要がある。また、大阪労働局がJAL訴訟問題の原告に情報を公開したのは9月6日である。よって、9月22日以前に情報が染み出していた可能性があり、株価への影響はイベント日より前から生じる可能性がある。本稿では5, 11, 21, 31日の4種類のイベント期間で分析を行ったが、イベントが株価に及ぼした影響全体を捉えるためには長めに設定した期間の結果を基準にしたほうがよい²⁴⁾。したがってここでは31日ウィンドウ ($\tau_1 = S - 15$ から $\tau_2 = S + 15$ まで)

の分析結果を報告する²⁵⁾。

4 超過収益率の推計

次に超過収益率を導出する。使用する各変数の定常性をDF検定で確認し、(1)式を L_1 の期間で企業別にOLS推計し、その企業固有の $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ を求める。その後、 L_2 の期間で超過収益率を導出する。日時の超過収益率は以下の式で求めることができる。

$$ER_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

この推計値は、推定期間で推計したイベントの影響を受けていない株式市場収益率とイベント期間の株式市場収益率との差分を取ることで、イベントが株価に及ぼした影響を表すものとなる。イベントは株式市場収益率の平均や分散に影響を与えないという帰無仮説のもとで、超過収益率は平均0、分散 $\sigma^2(ER_{it})$ の正規分布に従う²⁶⁾。 τ_1 から τ_2 まで超過収益率の累積値は累積超過収益率(Cumulative Abnormal Return: CAR)と呼ばれ、次の式で定義される。

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} ER_{it} \quad (3)$$

これは、イベントがイベント期間全体で株式市場収益率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す指標となる。この累積超過収益率を117個のサンプルそれぞれについて算出する。

分析目的に即した意味のある結果を得るためには、 CAR_i をグループ単位に集計して分析することが望ましい。したがって分析の中心は区分された各グループの平均累積超過収益率を導出し、上で述べた統計的性質を利用して、イベントが企業価値に及ぼした影響を検証することにあてられる²⁷⁾²⁸⁾。本稿では、区分されたグループそれぞれの平均累積超過収益率の間に差が生じたか否かを検証することで、イベントが企業価値に与えた影響を分析する。

表2 選択されたサンプル数と業種、達成比率

業種	未達成	達成	達成比率	業種	未達成	達成	達成比率
バルブ・紙	2	0	0.00	食料品	4	3	0.43
保険業	1	0	0.00	機械	5	4	0.44
銀行業	1	0	0.00	化学	7	6	0.46
ゴム	1	0	0.00	サービス業	1	1	0.50
精密機器	1	0	0.00	電気機器	5	6	0.55
情報・通信業	3	0	0.00	医薬品	4	5	0.56
その他製品	4	1	0.20	建設業	4	7	0.64
輸送用機器	4	1	0.20	陸運業	1	4	0.80
小売業	7	2	0.22	電気・ガス業	0	2	1.00
卸売業	5	2	0.29	非鉄金属	0	1	1.00
繊維製品	6	3	0.33	計	68	49	0.42
鉄鋼	2	1	0.33				

注：1) 産業区分は『会社四季報』によるものである。

2) 達成比率とは [達成比率 = 達成企業数 / (未達成企業数 + 達成企業数)] で算出されている。

5 データ

分析には「原告のホームページ」(<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu/030922-2.htm>，最終アクセス日時：2005.01.24)，『会社四季報』2003年秋季号，『Nikkei Needs Financial Quest』から得たデータを使用した。

株価は『Nikkei Needs Financial Quest』から得られている。サンプルとなる個別企業とその障害者雇用状況は，原告がホームページ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1に，ホームページに公表された290社のうち『会社四季報』で上場企業155社を選択した。第2に，東京証券取引所1部上場企業125社のみを選択した。第3に，9月22日をイベント日としたときの分析で必要とされる，推定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。本稿ではプレテストとして，2000年10月18営業日から2003年8月28営業日までのデータを使用して，イベントが起こらなかったときの累積超過収益率を導出し，その分布を標準時の累積超過収益率の分布と定義している。したがって，標準時の累積超過収益率の推定期間中に上場した6サンプルを除いた。残ったサンプル総数は117となった。それらを法定雇用率達成企業49社と未達成企業68社に区分した。また，イベント時のサンプルは従業員規模別，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にあげた。

Ⅲ 障害者雇用率の Web 公開は 株式市場におけるニュースだったのか

投資家が企業の障害者雇用状況に反応する，と主張することにはさまざまな意見があるだろう。先に述べたように，イベントスタディ法ではイベントが投資家に対するニュースとなっているか否かはしばしば議論される問題である。イベントスタディ法の理論的背景からすれば，イベントの影響があれば累積超過収益率の分布に影響を及ぼすはずであり，それはイベントがないときの累積超過収益率の分布とは異なるはずである。したがって本稿では，標準時を設定して各グループの CAR_i の平均値が，標準時とイベント時で有意に異なるか否かを検定することで，投資家が障害者雇用状況開示に反応したか否かを判断する。イベント時に推計された各グループの CAR_i の平均値が標準時と有意に異なればイベントの影響はあることになり，9月22日は投資家に対するイベントと見なせる。

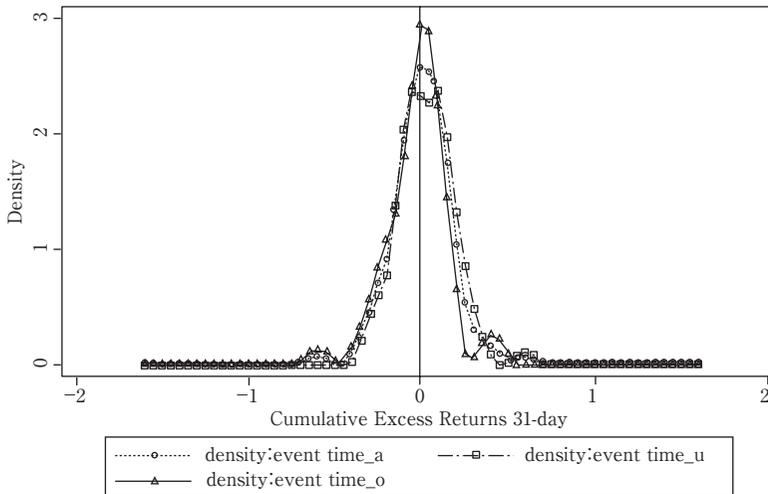
2003年9月22日をイベント日とすると，営業日単位で見た推定期間の最後の日 T_1 は2003年8月8日となる。したがって，標準時の累積超過収益率を求めるために仮想的に設定する最後のイベント日は2003年8月7営業日とした。そこから，推定期間が重ならないこと，サンプルの属性が大きく変化しないことを考慮し，31営業日間隔で

表3 個別企業の障害者雇用状況開示によってサンプル全企業、障害者雇用達成企業、未達成企業それぞれの CAR_i の平均値が標準時の CAR_i の平均値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
平均値の差分	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

注：***は有意水準1%で有意であることを示す。

図2 9月22日をイベントとしたときの累積超過収益 (CAR) のカーネル密度



注：event time_aはサンプル全体、event time_uは未達成企業、event time_oは達成企業をそれぞれ表している。

過去 20 回イベントが起こったと仮定して、個別企業の CAR_i をそれぞれ求めた。一番初めのイベント日は 2001 年 1 月 18 営業日である。ここで導出されたすべての CAR_i を、法定雇用率達成企業と未達成企業に区分する。そして、区分された分布を、それぞれの区分における標準時の累積超過収益率の分布と定義する。その後、個別企業の障害者雇用状況が公表された 2003 年 9 月 22 日をイベント日としてイベント時の累積超過収益率を算出し、法定雇用率達成企業と未達成企業に区分した。

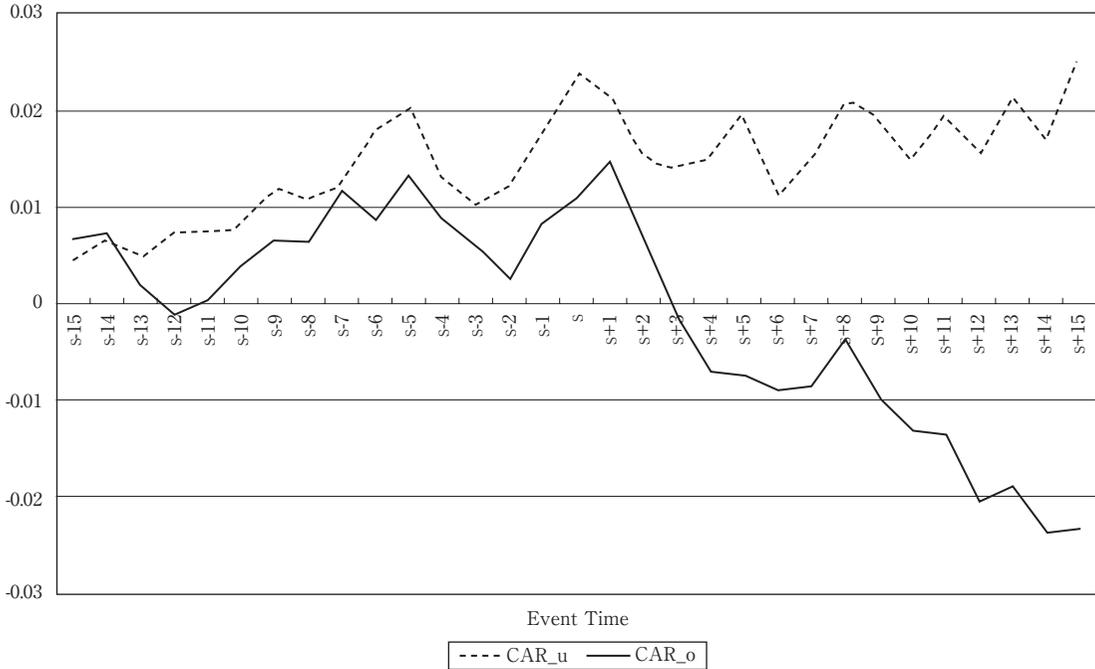
標準時とイベント時で各グループの CAR_i の平均値、標準誤差をそれぞれ求める。イベントスタディ法の理論背景と、十分なサンプル数があるために標準時の累積超過収益率は正規分布に従うことになる。イベント時の累積超過収益率も同様に、理論背景とカーネル密度 (図 2) の観察から正規分布に従うと判断できる²⁹⁾。以上の事実を利用し

て、サンプル全体、法定雇用率達成企業、未達成企業各グループの累積超過収益率の平均値が、標準時とイベント時で異なるか否かを、平均値の差の検定を行って検証した (表 3)。両平均値の差分は全サンプル、達成企業、未達成企業ともすべて有意に 0 と異なっている。したがって、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わかった。また、差分の符号は全企業では正値をとり、達成企業では負値、未達成企業では正値を取っている³⁰⁾。したがって、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。

IV 障害者雇用率公開による市場株式収益率の変化

次に、9 月 22 日をイベント日としたときの分

図3 9月22日をイベントとしたときの法定雇用率達成企業、未達成企業各グループの平均超過収益率の累積過程



注：1) CAR_uは障害者雇用率未達成企業のそれぞれの日における平均超過収益率の累積値を表し、CAR_oは雇用率達成企業の平均超過収益率の累積値を表す。
 2) Sはイベント日である9月22日を表している。

析に入る。イベント期間で法定雇用率達成企業と未達成企業、それぞれの1日あたりの平均超過収益率が累積されていく過程の推移を比較することで、障害者雇用状況公表が株価に与えた影響を考察する。図3は、イベント期間内で平均超過収益率が累積されていく過程の推移をグループ別に示したものである。このグラフはそれぞれの日で各グループの超過収益率の平均値を導出し、イベントが起こったとき、9月22日(=S)の15日前(=S-15)から15日後(=S+15)までその値を累積していくことでつくられる。これは、障害者雇用状況公表が株価を上げるという意味で「よいニュース」であれば右上がりになり、株価を下げるような「悪いニュース」であれば右下がり、株価を変化させないような情報であれば水平になる。また、イベントによって株価が即座に反応するのであれば、イベント日の周辺で急激に変化するような形を取る。

グラフを見ると9月22日まではどちらともほぼ同じ動きをしており、0よりも上で推移している。これは推定期間から予想された株式の予測収

益変化率よりも、現実の変化率が上回っていたことを示している。したがって情報は事前に染み出していた可能性があり、選択された企業の株価は全体的にはポジティブな影響を受けていることが確認できる。ところが9月22日からは両者の動きが明らかに異なっており、法定雇用率未達成企業では右上がりになり、達成企業では右下がりになっていることが確認できる。つまり、法定雇用率未達成企業の株価は上昇し、反対に達成企業の株価は下落したことがわかる。

カーネル密度の観察とイベントスタディ法の理論的背景から、各グループのCAR_iで構成される母集団はそれぞれ正規分布に従っていると仮定した。そこで、両グループそれぞれの母集団平均値が異なるか否かを平均値の差の検定で検証した(表4)。「情報公開の株式市場収益率への影響はない」という帰無仮説は棄却される。未達成企業の平均累積超過収益率と達成企業の平均累積超過収益率の差分の符号はプラスである。これは未達成企業の株価は上昇、達成企業の株価は下落する形で差が生じたことを示している。日本の株式市

表4 情報公開によって法定雇用率未達成企業の平均累積超過収益率と達成企業の平均累積超過収益率が異なったか否かに関する検定

	平均値	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
平均値の差分 自由度	0.0487*** 115	0.0044	

注：1)「差分」とは「未達成企業の平均累積超過収益率－達成企業の平均累積超過収益率」を示している。

2) ***は有意水準1%で有意であることを示す。

場は、障害者雇用状況に対して法定雇用率未達成企業にはポジティブな評価をし、反対に達成企業にはネガティブな評価をしたことが示された。このことは、日本の障害者雇用施策で最大の罰則措置として考えられている「事業所名の公表」が、罰則としての意味を持たず、公表が新たな情報となって株価を上昇させるために、かえって障害者雇用の促進に抑制的に働く可能性を否定できないことを示唆している。

V 企業属性によって

障害者雇用率公開の影響は異なるか

障害者法定雇用率を達成しているという情報は株価にマイナスの影響を与える。反対に法定雇用率を達成していないという情報はプラスの影響を与える。この影響は企業属性によって異なるのであろうか。以下では、障害者雇用と株価の関係をより深く考察するために、従業員規模、経営状況、産業、資本規模の企業属性を加味して分析を行う³¹⁾。それぞれの分類には『会社四季報』に掲載されているデータを使用した。産業区分にはより細かい区分に分割する必要があったため、表5にある日本標準産業分類も使用した。各区分に属する産業とサンプル数は表5、分類別検定結果は表6に挙げてある。

1 従業員規模別

従業員規模が大きければ、雇用義務とされる障害者の数も多くなる。投資家はこのような要因を考慮するのであろうか。サンプルを、「1000～2500人」「2500人以上」従業員規模の二つに区分した。それぞれの規模別に区分した場合、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、従業員規模を同一としたとき、市場は法定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。したがって、障害者の雇用状況が株価に与える影響に従業員規模による違いはない。

2 経営状況別

企業の障害者雇用状況は、経営状況とかわるものとして捉えられたのであろうか。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採用する。『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三つに区分する。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。

表6を見ると、すべての区分で両グループの平均累積超過収益率の差分の符号は正であり、「経常利益増加」、「経常利益減少」区分では統計的に有意なことが確認できる。「2期連続赤字」区分では有意ではない。

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とき、その企業の株価は「経常利益増加」の時上昇する。「2期連続赤字」のとき一定であるが、選択されたサンプルの中で、累積超過収益率が負の値を取っているものの割合を示す負債比率は0.5を超えていることであった。これは、投資家がアナウンス時の企業の経営状況を加味した上で、雇用削減のアナウン

表5 産業区分とサンプル数一覧

産業分類	I	II	III	IV	知識集約産業	規制産業
日本標準産業分類による産業区分	木材・木製品 繊維 運輸 飲食店 家具・装備品 衣服 窯業・土石 金属製品 食料品製造業 プラスチック パルプ・紙 鉱業 ゴム	建設 小売 一般機械 その他製造業 鉄鋼 飲料・タバコ・飼料	その他サービス 輸送用機器 非鉄金属 精密機械 卸売 出版・印刷	電気機械 通信 不動産 化学工業 電気・ガス 医療サービス 情報・調査・広告 金融・保険	精密機器 サービス業 小売業 電気機器 化学 卸売業 保険業 銀行業 情報・通信業	医薬品 保険業 銀行業 電気・ガス業 陸運業
本稿「会社四季報」の区分	繊維製品 陸運業 食料品 パルプ・紙 ゴム	建設業 小売業 機械 その他製品 鉄鋼	サービス業 輸送用機器 非鉄金属 精密機器 電気機器 卸売業	化学 電気・ガス業 医薬品 情報・通信業 保険業 銀行業		
未達成企業	14	22	16	16	31	7
達成企業	10	15	11	13	17	11

注：1) 産業分類では賃金が低い産業からI～IVの順番で並べてある。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。

2) 知識集約、規制産業の産業区分は『会社四季報』によるものである。

3) 規制産業の中に情報・通信を加えなかったのは、本稿の分析で考えられる事実は、制度成立当初から国の規制を受けている産業であり、本稿で取り上げている情報・通信のサンプルに、制度設立当初から存在していた企業がなかったためである。

スを「経営状況がよい」という意味での経営合理化の手段であるのか、「経営状況が悪い」意味での経営合理化の手段であるのかを峻別して評価していることを示している。本稿ではどの区分においても、達成企業の平均累積超過収益率は一定または下落し、未達成企業は一定または上昇する形で両者の差が生じた。これは、投資家たちが「法定雇用率を達成していない企業と比べて、達成している企業は、どのような経営状況であれ企業価値が上昇する見込みは薄い」と評価したことを示す。

企業が障害者雇用にどのような問題を持ち、どのように考えているのかについて株式会社パナが行った調査がある（パナ (2002)）。それによれば「今後、障害者を増員、もしくは新規で雇い入れようとお考えですか?」という質問に対して56.2%の企業が「はい」と答えている。そして、その中で80.2%がその理由を「法定雇用率を満たすため」とする。Iで見たように、統計データからは障害者を雇用するインセンティブを持つ企業は少ないと判断できた。しかし、上の調査は障害者を雇用するインセンティブがある企業も少な

からず存在することを示している。ところが、障害者雇用施策の罰則措置が有効ではなく、それに加えて法定雇用率を達成しているという情報が明らかになると、株式市場から否定的な評価を受けるのであれば、民間企業は障害者を雇用するインセンティブを持たなくなる。

現在、厚生労働省は精神障害者を雇用義務とするよう検討し始めている³²⁾。すると、法定雇用率はさらに引き上げられることになる³³⁾。現行制度の枠組みを変更することなく法定雇用率だけを拡大しても、民間企業に障害者を雇用するインセンティブを与えられなければ障害者雇用は促進されない。施策の目的は、経済全体で平均実雇用率を法定雇用率に近づけることにある。そのためには納付金額や雇用助成金額を引き上げ、企業に障害者雇用のインセンティブを与えるべきである。

3 産業別

障害者雇用を考えると、業種は重要な要素である。担当業務の選定が障害者雇用を難しいものにしていく大きな要因の一つとなっている（パナ (2002)）。例えば身体障害者を雇用するた

表6 検定結果表一覧

区分	属性	差分	サンプル数		区分	属性	差分	サンプル数	
規模別	小規模	0.0485***	43	18	知識集約産業	未達成企業	-0.0229**	31	37
	大規模	0.0636***	25	31		達成企業	-0.0200**	17	32
経営状況別	経常利益増加	0.0210***	44	34		知識集約産業内	0.0491***	31	17
	経常利益減少	0.0280*	24	11	規制産業	未達成企業	0.3656***	7	61
	二期連続赤字	0.2912	1	3		達成企業	0.1029***	11	38
I	0.0361**	14	10	規制産業内		0.3310***	7	11	
産業別	II	0.1490***	22	15	結果の確認				
	III	0.0421**	16	11	達成比率 20~80%	0.0491***	59	46	
	IV	-0.0577***	16	13	達成比率 30~70%	0.0671***	39	36	
	資本規模別	100億円以下	-0.1383***	24	6				
	100~1000億円	0.1058***	44	33					
	1000億円以上	—	0	10					

注：1) この表はVの区分別分析、知識集約産業仮説、規制産業仮説における平均値の差の検定結果、VIの達成比率20~80、30~70%の平均値の差の検定結果を表している。

2) 「差分」とは各区分における「未達成企業の平均累積超過収益率-達成企業の平均累積超過収益率」を示している。

3) サンプル数について、知識集約産業、規制産業区分の未達成企業、達成企業属性では左から「知識集約産業、規制産業に属する企業数」、右は「知識集約産業、規制産業に属さない企業数」、その他すべての属性では、左からその属性に属する未達成企業のサンプル数、達成企業のサンプル数をそれぞれ表している。

4) ***は1%、**は5%、*は10%で有意なことを表す。

めには、勤務場所のバリアフリー化は不可欠である。また、知的障害者や精神障害者が頻繁にコミュニケーションを必要とするような職業につく場合、なんらかのサポートが必要とされるだろう。ここでは産業属性の違いを考察するために、賃金水準を基準にしてサンプルを四つに区分する。樋口・新保(1999)が使用した分類法に従い、各産業の年齢構成比や性別構成比の違いが平均賃金に与える影響を取り除くために、2003年『賃金構造基本統計調査』の男子40~44歳の年間給与(所定内給与×12+年間賞与)に基づき、表5の日本標準産業分類区分による33業種を賃金の低い順に並べる³⁴⁾。そして、期首における各分位の労働者数が等しくなるように相対4区分に分けて検定を行った³⁵⁾。検定結果によると、区分I~IIIでは法定雇用率未達成企業のほうが、達成企業よりも高い評価を受けるといふ形で有意な差が生じた。しかし、最も賃金水準が高い区分IVでは反対に、達成企業のほうが評価されていた。

賃金水準が一番高い産業で、他の区分と異なる結果が得られた理由として考えられる仮説をあげてみよう。まず一つ目は、以下に述べる仮説である。知識集約的な産業では労働力1単位あたりの限界生産性が高く、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性に差があ

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³⁶⁾。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。障害者の市場賃金は健常者と比較すると低いと予想される。このとき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だろう。また、雇用している障害者の限界生産性が高ければ、その企業は最低賃金や賃金の下方硬直性の制約を受ける可能性も少なくなる。投資家が賃金水準の高い産業に対して、そのような期待を持っているのであれば、法定雇用率達成企業の平均累積超過収益率は未達成企業の平均累積超過収益率より高くなると予想される。

二つ目の仮説は、規制産業に対する社会風潮が投資家の期待に反映されていることである。国の規制が強い産業は、障害者を多く雇っている³⁷⁾。障害者雇用施策が創設された当時は、新聞などで頻繁に取り上げられた³⁸⁾。そこでは、民間企業に対する法定雇用率1.5%を達成することは困難であるとされながらも、雇用率を達成していない銀行には批判が集中した³⁹⁾⁴⁰⁾。銀行業は代表的な規制産業である。また、障害者を雇用することに伴う問題は数多くあると予想される。他の業種と比べると、規制産業のように古くから障害者を雇用してきた企業は、問題解決のノウハウがあるため

に障害者を雇用することで直面する問題が少ないと予想できる。産業区分Ⅳには、銀行・保険、電気・ガスといった規制産業が含まれており、それらが区分Ⅳの結果を牽引している可能性もある。

知識集約産業仮説を検証しよう。2003年『賃金構造基本統計調査』にある大卒者数を労働者数で割ったものを大卒者比率とし、表5の33産業から、大卒者比率が25%以上の産業を「知識集約的産業」と定義して検証した⁴¹⁾。表6の検定結果を見ると、知識集約的産業においても法定雇用率達成企業と未達成企業の間には有意な差が生じ、未達成企業のほうが達成企業よりも高い評価を受けている。したがって、「知識集約的産業」を大卒者比率で定義しても、賃金水準が一番高い産業で、法定雇用率を達成している企業の評価が未達成企業よりも高いことの説明にはならない。

次に、規制産業仮説を検証した。まず、規制産業を自然独占が発生するといった理由から政府主導で運営されてきた産業と考え、電気・ガス、運輸、通信、医療、金融・保険産業と定義して検証した。検証結果(表6)によれば、規制産業は法定雇用率達成、未達成企業のどちらもが、その他の産業よりも高い評価を受けていることが明らかになった。しかし、この区分でもやはり、法定雇用率未達成企業のほうが達成企業よりも評価される形で有意に差が生じている。したがってこの仮説も、賃金水準の高い産業で、法定雇用率達成企業のほうが未達成企業よりも高い評価を受けた理由とはならない⁴²⁾。

賃金水準の一番高い産業で達成企業のほうがより高い評価を受けた理由としては、この区分に含まれるいくつかの企業の株価が障害者雇用状況公表以外のイベントがあったために異常な動きをし、そのサンプルの影響を強く受けたことが考えられる。

4 資本規模別

サンプルを「100億円以下」「100億～1000億円」「1000億円以上」と区分した。ここでは「100億～1000億円」区分で、法定雇用率達成企業のほうが高く評価された。「1000億円以上」区分では法定雇用率未達成企業が存在しない。この

グループの平均超過収益率は負値をとっている。サンプル全体の平均累積超過収益率は正値をとっていた。したがってこのグループは株式市場からネガティブな評価をうけたと判断できる。しかし「100億円以下」区分では、法定雇用率達成企業の株価は上昇し、未達成企業は下落する形で有意に両者の差が生じた。この理由として考えられるのは、賃金水準が一番高い産業区分で見られたのと同様に、潜在的なイベントが強く影響していることである⁴³⁾。

VI 結果の確認

表2で達成企業数と未達成企業数の分布を見ると、特定の産業に若干の偏りが見受けられる。V3で行った産業区分別の分析でも、法定雇用率達成企業のほうが未達成企業よりも評価を受けた区分が存在した。したがって、得られた分析結果がサンプルに偏りのある産業に特殊なイベントから影響を受けたために生じたものでないことを確認する必要がある。

まず、表2にあるように産業別で達成企業の比率を達成比率とし、達成比率が20～80%、30～70%の産業のみを選択して、法定雇用率未達成企業と達成企業の平均累積超過収益率が異なるか否かを検証した。表6の検定結果を見ると、どちらの区分でも分析結果に変わりはないことがわかる。

次に、産業属性が累積超過収益率に与えた影響を検証する。推計には以下のモデルを使用した。

$$CAR = \alpha + \beta_j \cdot d_Industry_j + \delta \cdot d_rate + \mathbf{x}' \cdot \gamma + \varepsilon \quad (5)$$

j は産業を表している。 CAR は累積超過収益率、 $d_Industry$ は産業ダミー変数、 d_rate は達成企業が1、未達成企業が0の法定雇用率ダミー変数、 \mathbf{x} はVの分析で使用した企業属性を表す変数のベクトルである⁴⁴⁾。各変数の記述統計は表7にあげた。(5)式を推計して産業ダミー変数の係数すべてが0と有意に異なるか否かを検証する。

まず(5)式をOLS推計した。推計結果は表8にある。表の(1)列は説明変数を産業ダミー変数と法定雇用率ダミー変数のみとしたときの推計結果、

表7 結果の確認(5)式に使用する変数の記述統計

変数	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
CAR	117	0.0054	0.1669	-0.6028	0.6026
法定雇用率ダミー	117	0.4188	0.4955	0	1
常用雇用者(単位:人)	117	4888.7	6875.2	1008	49953
経常利益増減(単位:百万円)	117	7226.3	58185.9	-88144	616925
資本金(単位:百万円)	117	38467.9	60164.4	1197	489320
標準偏差(ウエイトの逆数)	117	0.0210	0.0095	0.0063	0.0685
<産業ダミー>					
小売	117	0.0769	0.2676	0	1
卸売	117	0.0598	0.2382	0	1
紙・パルプ	117	0.0171	0.1302	0	1
医薬品	117	0.0769	0.2676	0	1
化学	117	0.1111	0.3156	0	1
ゴム	117	0.0086	0.0925	0	1
サービス	117	0.0171	0.1302	0	1
その他製品	117	0.0427	0.2031	0	1
機械	117	0.0769	0.2676	0	1
銀行	117	0.0171	0.1302	0	1
建設	117	0.0940	0.2931	0	1
通信	117	0.0256	0.1587	0	1
食料品	117	0.0598	0.2382	0	1
精密機器	117	0.0086	0.0925	0	1
繊維製品	117	0.0769	0.2676	0	1
鉄鋼	117	0.0256	0.1587	0	1
ガス	117	0.0171	0.1302	0	1
電気	117	0.0940	0.2931	0	1
非鉄金属	117	0.0086	0.0925	0	1
輸送用機器	117	0.0427	0.2031	0	1
陸運業	117	0.0427	0.2031	0	1

(2)列はその他の説明変数を加えたときの推計結果である。どちらの推計でも、産業の効果がすべて0であるという帰無仮説は棄却されない。法定雇用率ダミー変数の係数の符号は負であるが、有意ではない。

イベントスタディ法では、各 CAR_i が推定期間で別々に推計された推計値を使用して導出されており、検定には推定期間の誤差項の標準偏差の情報も使用される。図4は、縦軸に CAR 、横軸に障害者雇用率を取り、117個の CAR_i をプロットした散布図である。この散布図は各サンプルが持つ推計期間の誤差項の標準偏差の情報を視覚的に捉えるために、標準偏差が大きいサンプルのポイントは小さく、反対に小さいサンプルのポイントは大きくなるように描かれている。図を見ると、障害者雇用率と CAR_i の関係は安定的ではない。しかし、標準偏差の大きさと障害者雇用率、 CAR_i の関係を総合的に見てみれば、緩やかな負

のトレンドは見て取れる。以上の要素を加味して、(5)式を推定期間の誤差項の標準偏差の逆数をウエイトとしたWLS推計を行った。表8の(3)列は、説明変数を産業ダミー変数と法定雇用率ダミー変数のみとしたときの推計結果であり、(4)列はその他の説明変数を加えたときの推計結果である。いずれの推計においても産業の影響はすべて0であるという帰無仮説は棄却できない。また、法定雇用率ダミー変数の係数も有意に負値を取っている。よって、分析で得られた結果はサンプルが特定の産業に偏っているために生じたものではないことが確認された。

Ⅶ 結論と若干の考察、今後の課題

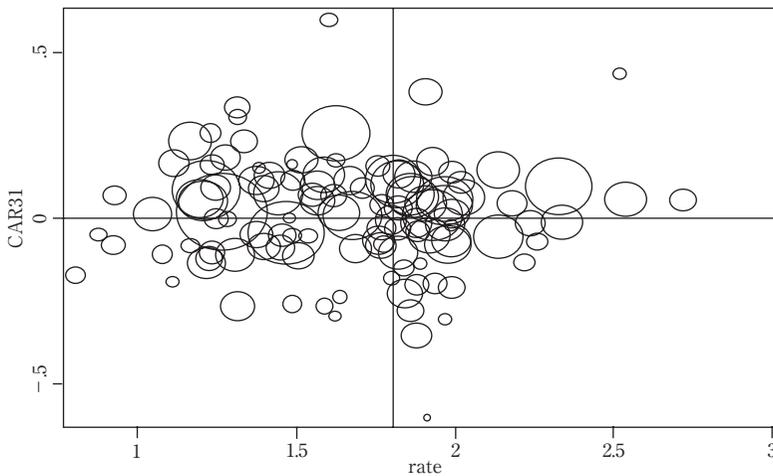
本稿では、個別企業の障害者雇用状況の開示に対して日本の株式市場がどのような反応をしたのかを検証した。分析で得られた結果は、法定雇用

表8 推計式(5)の推計結果

推計法	OLS		WLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
法定雇用率ダミー	-0.0479 (0.0347)	-0.0473 (0.0366)	-0.1323** (0.0544)	-0.1326** (0.0571)
常用雇用者数 (=単位×10 ⁻⁵)		0.0772 (0.0497)		0.2027** (0.0977)
経常利益増減 (=単位×10 ⁻⁶)		-0.0710* (0.0361)		-0.1035 (0.0694)
資本金 (=単位×10 ⁻⁵)		-0.0074 (0.0058)		-0.0218* (0.0129)
定数項	-0.0287 (0.0752)	-0.0351 (0.0747)	-0.0283 (0.0958)	-0.0409 (0.0954)
検定統計量				
産業全体 F 値	0.90	0.95	0.48	0.53
P 値	0.5912	0.5255	0.9692	0.9468
サンプル数	117	117	117	117
決定係数	0.1765	0.2179	0.1674	0.2086

注：1) 産業全体の値はF値を表し、その他は係数を表している。カッコ内は標準誤差を表している。
 2) **は5%、*は10%で有意なことを表す。

図4 9月22日をイベントとしたときのCARの散布図



注：
 1) 横軸は雇用率であり、法定雇用率は縦の実線（1.8%）である。縦軸はCARであり、横の実線はCARが0の所に引いてある。
 2) 推定期間の誤差分散が大きい(不安定な)ものは小さな丸。小さい(安定的な)ものは大きな丸で表してある。

率を達成しているという情報は株式市場からネガティブな評価を受ける。反対に、法定雇用率を達成していないという情報は株式市場からポジティブな評価を受けることである。この結果は、日本の障害者雇用施策で最大の罰則措置と考えられている「事業所名の公表」は罰則としての効力をもたず、法定雇用率を達成していないことが新たな情報として株価を上昇させるために、かえって障

害者の雇用促進に抑制的に働く可能性が否定できないことを示唆している。したがって、現行制度の大枠を変えることなく法定雇用率を拡大しても、日本経済全体で民間企業の平均実雇用率を法定雇用率に一致させることは困難である。障害者の雇用促進を考えるのであれば1人あたりの納付金額、雇用助成金額を引き上げるべきである。

しかし、いったいそれらをどの程度引き上げた

らよいのであろうか。そこには、社会的に最適な納付金額、雇用助成金額をどのように決めるべきかという問題が残される。本稿では、現行制度の下では障害者を雇用するよりも納付金を納めたほうが効率的な経営を行える可能性が高いという市場評価が示された。一般的に株主と経営者の間には情報の非対称性が存在する。また、雇用できる障害者の数や質も企業属性に依存するだろう。したがって本稿で得られた結果から、多数の障害者を雇用している企業の経営が非効率であると主張することはできない。しかし、仮に納付金制度の下で法定雇用率を達成している企業の多くが、法定雇用率を達成することなく納付金を納めている企業よりも大きな負担を被っているのであれば、障害者の雇用は促進されないばかりでなく、多数の障害者を雇用している企業の経営自体が危ぶまれることになる。アメリカの近年の研究では、「割当雇用制度」の機能を持つ法律が対象グループの採用や解雇にかかる企業の費用を増大させるため、対象グループの雇用率を増加させないケースが報告されている (Acemoglu and Anglist (2001), Oyer and Schaefer (2002))。したがってこのときには、法定雇用率を達成させることだけでなく障害者雇用に伴う企業の負担をなるべく少なくすることも考える必要がある。反対に、法定雇用率を達成している企業のほうが効率的な経営を行っている場合でも、現行制度の下で障害者雇用を促進し、同時に市場評価を是正することを考えると、やはり納付金額、雇用助成金額の決定が課題となる。よって障害者の雇用促進を考えるとときには納付金額、雇用助成金額を引き上げるだけでなく、最適額をどのように決定するのかという問題も同時に議論する必要がある。

また、本稿の結果から判断すると、CSR に対して投資家は否定的な見方をしていることになる。社会的責任を果たすことが企業の利潤最大化行動に強い制約を課すことになれば、企業の健全な経営を圧迫することになる。この場合、SRI の導入には慎重な議論が必要である。反対に、社会的責任を果たすことが企業の利潤最大化行動に合致しているにもかかわらず、市場から評価されないのであれば、政府は SRI の動きを促進すべきであ

る。

以上の考察を踏まえると、今後の研究の方向性としては、障害者を雇用するのに伴う企業の負担がどの程度あるのかを明らかにすることが挙げられるだろう。

本稿に残された課題としては、得られた結果が大阪の企業に特殊なものでないことを確認するために、適切な推計方法を考察し東京のサンプルを含めて検証を行うことが挙げられる。また、VI で参照した CAR_t と雇用率の散布図を見ると、企業の障害者雇用の情報が株価に与えるメカニズムは単純なものではないと予想される。障害者雇用と企業属性、株価の関係を分析するためには、各変数をより細かく区分した上で分析することが望まれる。さらに、障害者雇用に対する市場評価をより正確に分析するためには、障害者雇用を CSR としている SRI ファンドの影響も考慮にいられた長期的な分析も必要とされる。

*本稿の作成にあたり、大竹文雄、山崎福寿、伴金美、松繁寿和、小原美紀、内藤久裕、川口大司、関西労働研究会 (2004 年 4 月 23 日)、日本経済学会 (2004 年秋季大会) 出席各先生から有益なコメントをいただいた。また、久米功一、佐野晋平の両氏、本誌の 2 名の匿名レフェリーおよび編集委員会からのコメントは、論文の改訂に有益であった。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すべて筆者の責めにある。

- 1) 「障害者の雇用の促進等に関する法律」(第 43, 54 条) では、従業員規模 301 人以上の規模で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。納付金額は現在、1 人当たり月額 5 万円である。
- 2) 『日本航空に対し身障者雇用を求める株主代表訴訟』告訴状、「請求の原因」第四、第五より抜粋。
- 3) 「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」(1 人でも訴えることが可能)を問題にしていないため議論が分かれている (三輪 (1998))。
- 4) 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。
- 5) この活動は東京でも行われていた。東京で活動を行っていたのは障害者インターナショナル日本会議 (Japan National Assembly of Disabled Peoples' International: 以下 JDPI) である。
- 6) 「原告のホームページ」, (<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu/030922-1.htm>, 最終アクセス日時: 2004.12.02), から抜粋引用。
- 7) 1976 年に現在の形が作られた。法律の内容は、すべての

- 機関に対して「割当雇用」「義務雇用」を課すことである。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 301 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 3 章第 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。
- 8) 雇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（1 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 1 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 43 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、もしくはしかるべき診断書または意見書を所持するものとされる。
- 9) 未達成企業からの納付金は、法定雇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 301 人以上の企業、1 人当たり月額 2 万 7000 円）や、報奨金（常用雇用者 300 人以下の企業、1 人当たり月額 2 万 1000 円）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なとなる施設・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））
- 10) 平均実雇率は、「雇用障害者数÷常用労働者数」と定義される。
- 11) 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」とある。「原告のホームページ」、(<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu/021213.htm>), 最終アクセス日時: 2004. 12. 02), より引用。
- 12) この制裁措置は過去 2 回しか行われていない。2003 年 6 月 27 日付『Mainichi INTERACTIVE』等を参照されたい。
- 13) 『社会的責任投資に対する日米英 3 国比較調査報告書』（環境省（2003））で「社会的責任投資について関心があるか?」という質問に「とても関心がある」または「関心がある」と答えた個人投資家は 84% にのぼる。また「証券投資をする際に社会的責任を考慮に入れて投資判断を行うべきか?」という質問に対して「考慮に入れるべき」または「ある程度考慮に入れるべき」と答えたのは 89% である。
- 14) Griffin (1992) を参照されたい。
- 15) Griffin 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、制約のないとき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。
- 16) 東京では、JDPI が 10 月 22 日に自身のホームページ上で法定雇率未達成企業 9012 社を公開している。本稿で東京のサンプルを取り上げなかった理由は一つ目に、東京では未達成企業のみが公開されており、達成企業は公開されなかったこと。すなわち、東京で法定雇率未達成企業については、情報公開がイベントとはならないこと。二つ目に、東京の公開は大阪での公開よりも遅れたために、東京での公開はイベント日の不確定要因が大きすぎる可能性があること。以上の理由から東京のサンプルは含めていない。
- 17) 例えばマッケンジー（2000）、広瀬（2003）、釜江・手塚（2000）、福田・計（2002）等がある。
- 18) 間接的にはあるが、日本で障害者雇用の問題を扱った先駆的な研究として金子（2001）がある。脚注 36 を参照されたい。
- 19) これらの主張は厳密な数量分析に基づいたものではない。したがって、そもそも本当に雇用量は増えたのか、雇用量が増加した場合、それが本当に施策の効果なのか、という点に関しては厳密な実証分析が必要とされる。次の青山の意見も、数量的に確認されたものではない。
- 20) これらのイベントスタディ法の概説は Abowd *et al.* (1990), Mackinlay (1997) に従っている。イベントスタディ法に関しては Campbell, Lo and Mackinlay (1997), Mackinlay (1997) に詳しい解説がある。以下で指摘する問題は、これらの文献でも指摘されている。
- 21) ここで株式市場収益率とは P_{it} を i 銘柄の t 営業日における日時株価終値、 P_{mt} を市場の t 営業日における株価終値として、 $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$, $R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1}$ で導出されている。市場株価の代理変数には TOPIX の日時株価（終値）を使用した。
- 22) 正常な株価のパフォーマンスを定めるモデルのパラメーターの推定にイベントが影響を及ぼさないようにするため、一般にイベント期間は推定期間に含まれない。
- 23) 31 日を掲載した理由として、本稿では日本企業の労働需要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いう判断もある。
- 24) 何種類かのウィンドウで分析を行っている理由は、ウィンドウの設定について基準が存在しないためである。どのウィンドウでも全体の影響は 31 日ウィンドウと同じであったが、5 日ウィンドウでは統計的に有意ではなかった。したがって属性別区分においては、11 日、21 日ウィンドウで分析を行った。どちらの期間でも、31 日ウィンドウとほぼ同じ結果が得られた。しかし、11 日、21 日ウィンドウでは有意な差が得られなかったグループが生じた。より短いウィンドウ期間で、差が検出できなかった理由として、情報公開が web 上であったため、情報公開を知らなかった投資家が 9 月 22 日以降に情報を入手したために株価への影響が出るまでに時間がかかったことが考えられる。
- 25) 一般的にイベント日前後数日の間で、サンプルすべてに同じような影響を及ぼすイベントが存在することは考えにくい。しかし、イベント期間を 31 日に拡張することで、株価がイベント以外の要因から影響を受ける可能性が高くなる。よって、本稿のイベント期間内で、株価に影響を与えると考えられる大きなイベントがなかったことはこの期間の新聞報道で確認した。
- 26) $\sigma^2(ER_{it})$ は以下の式で表される。

$$\sigma^2(ER_{it}) =$$

$$\sigma_{\varepsilon_i}^2 \left\{ 1 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right] \right\} \tau_1 \leq \tau \leq \tau_2,$$

$$\text{ここで, } \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} R_{m\tau},$$

$$\hat{\sigma}_m^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} (R_{m\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau})^2 \dots (4),$$

$$\hat{\sigma}_m^2 = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} (R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2 \text{である.}$$

また $\sigma^2(ER_{it}) \xrightarrow{L_1 \rightarrow \infty} \sigma_{\varepsilon_i}^2$ となる (MacKinlay (1997))。

27) 平均累積超過収益率は

$$\overline{CAR} = \frac{1}{N} \sum_i CAR_i$$

と定義される。ここで N は区分に含まれる企業数を表している。

28) 検定時には $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ に (4) で得られた値を使用する。

29) サンプル全体、未達成、達成企業の D'Agostino-Pearson 検定での p 値はそれぞれ 0.0215, 0.0350, 0.0309 となり、厳密な意味で正規分布に従っている確率は低い。サンプルが少ないことが理由であると考えられる。

30) 11日ウィンドウでは、サンプル全体の影響はマイナスで有意であった。その理由として考えられることは、法定雇用率達成企業に対する市場の反応が、未達成企業に対するものよりも迅速であったことである。

31) この分析は、上で得られた結果が「サンプルの偏りによって生じたものではない」ことの確認ともなる。

32) 「精神障害者の雇用の促進等に関する研究会報告書 (概要)」(厚生労働省)、(<http://www.mhlw.go.jp/houdou/2004/05/h0525-2a.htm>), 最終アクセス日時: 2004.12.02

33) 法定雇用率は(常用雇用障害者数+失業障害者数)÷(常用雇用労働者数-除外率相当労働者数+失業者数)という計算式に基づいて設定されている(『障害者の雇用の促進等に関する法律』(第14条第2項))(竹中(2000))。

34) 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。

35) 『賃金構造基本統計調査』で労働者とは「労働基準法」(第9条)に基づく常用労働者のことである。

36) 日本で、物理的なバリアの除去(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。

37) 現在でも2.1%の法定雇用率が適用される国、地方公共団体の機関における平均実雇用率については、教育委員会を除いてすべて法定雇用率を達成している。

38) 例えば「企業は障害者を受け入れよ」毎日新聞、1977年10月31日(朝刊)などでは障害者雇用は企業の義務であるという論調で制度が取り上げられている。

39) 制度創設当初の民間企業に対する法定雇用率は1.5%であった。その後、2回の制度拡大を経て、現在は1.8%となっている。

40) 「この批判は、国の規制産業全般に対してなされたと考え

ることができる。制度のもとで、障害者雇用の達成が困難であったことは、当時から予想されていた。国に関係している機関が率先してその義務を果たすことで民間の同意を得たいという姿勢が、制度設立時の文献に窺える」(手塚(1999))

41) 知識集約産業、規制産業に区分されたサンプルの属性と数は表5にある。

42) この結果を牽引していたのは保険業である。規制産業から保険業を除けば、達成企業のほうが未達成企業よりも評価されることを確認した。したがって、規制産業仮説が成立している可能性は高いと考えられる。

43) 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。両社に共通しているのは株式の売買単位が1000株だということである。この区分ではサンプル数が少ないために個別の株価変動が大きいために問題となっている可能性が高い。

44) 具体的には常用雇用者数、経常利益対前年度増加額、資本金額を使用した。

参考文献

Abowd, J. M., G. T. Milkovich, and J. M. Hannon (1990) "The Effect of Human Resource Management Decisions on Shareholder Value." *Industrial and Labor Relations Review* (February), pp. 203-36.

Acemoglu, D. and Anglist J. D. (2001) "Consequences of Employment Protection? The Case of the Americans with Disabilities Act." *Journal of Political Economy*, Vol. 109, pp. 915-957.

Campbell, J. Y., A. W. Lo, and C. A. MacKinlay (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton.

Farber, H.S. and Hallock K. F. (1999) "Have Employment Reductions Become Good News For Shareholders? The Effect of Job Loss Announcements on Stock Prices, 1970-97." NBER working paper No. 7295.

Griffin, P. (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, pp. 251-260.

MacKinlay, A. C. (1997) "Event Studies in Economics and Finance." *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(1), pp. 13-39.

Oyer, P. and Schaefer, S. (2002) "Sorting, Quotas, and The Civil Rights Act of 1991: Who Hires When It's Hard to Fire?" *Journal of Law and Economics*, Vol. 45, pp. 41-68.

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。

大竹文雄・谷坂紀子 (2002) 「雇用削減行動と株価」玄田有史・中田喜文編『リストラと転職のメカニズム』東洋経済新報社。

小野隆 (1990) 「障害者雇用における割当雇用・納付金制度の役割」『リハビリテーション研究』第63号。

金子能宏 (2001) 「障害者雇用政策とバリアフリー施策の連携」『季刊・社会保障研究』Vol. 37. No. 3.

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』Vol. 23. No. 5.

環境省 (2003) 『社会的責任投資に対する日米英3カ国比較調

- 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。
- コリン・マッケンジー（2000）「CP発行の企業価値への影響」小佐野広・本多佑三編著『現代の金融と政策』日本評論社。
- 竹中康之（2000）「障害者雇用の法的課題——割り当て雇用制度に焦点を当てて」『修道法学』22（1・2），pp.305-358。
- 手塚直樹（2000）『日本の障害者雇用 その歴史・現状・課題』，光生館。
- 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。
- 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。
- 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），第21巻第3号。
- 三輪芳朗（1998）「株主代表訴訟」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会。
- パソナ（2002）『企業の障害者雇用に関する意識調査』株式会社パソナ。

〈2004年4月7日投稿受付，2005年2月4日採択決定〉

ながえ・あきら 大阪大学経済学研究科博士後期課程。主な論文に「障害者雇用施策の経済分析」（修士論文）。労働経済学専攻。