

NPO の資本調達

—理論と実証—

東京工業大学大学院修士 佐藤直紀

東京工業大学工学院 池田直史

東京工業大学工学院 井上光太郎

E-mail : naoki.s018@gmail.com

NPO の資本調達

—理論と実証—

要旨

公益活動を行う NPO（特定非営利活動法人）は寄付や助成金を主たる資本調達手段として
いる一方で、寄付や助成金を通じた資本提供者に対する利益配当はなく、またそうした資
本提供者は出資先の NPO の経営に対する議決権などの規律付け手段は持たない。こうした
状況下では、NPO の経営者の機会主義的行動が懸念されるため、社会に提供する価値と私
的便益を最大化したい経営者は自ら進んで自分の私的利益獲得の可能性を部分的に制限す
ることにより、資本提供者の信頼を獲得する必要がある。我々はボンディングに基づく理
論モデルを構築し、2012 年度から 2015 年度の NPO の財務データのパネルデータを用いて
実証分析により検証した結果、NPO の経営者が事前に情報開示の量を高めることによって、
寄付者から得る寄付金額が増加するというボンディングと整合的な結果を得た。

キーワード：NPO、エージェンシー問題、ボンディング、情報開示、寄付金

1. はじめに

公益活動を行う特定非営利活動法人（以下、NPO¹）は寄付や助成金を主たる資本調達手
段としている一方で、寄付や助成金を通じた資本提供者に対する利益配当はなく、またそ
うした資本提供者は出資先の NPO の経営に対する議決権などの規律付け手段は持たない。
すなわち、一般の株式会社のコーポレートガバナンスにおけるエージェンシー問題の解決
手段は、最初から存在しない。実際、NPO が寄付金を獲得した後で、寄付者に対してその
寄付金をどのように使用したかの詳細な開示義務はなく、調達した資金の用途に関する
NPO 経営者の裁量余地は限りなく大きい。こうした状況下では、NPO の経営者の機会主
義的行動が懸念されるため、NPO の資本調達は困難に直面することが予測される。本稿に
おいて、我々は、この状況の解決手段として、経営者は自ら進んで自分の私的利益獲得の
可能性を部分的に制限することにより、資本提供者の信頼を獲得するとのボンディング理
論を構築している。その上で我々は、NPO のファイリング資料に基づいて、2012 年度から

¹ Not for Profit Organization の略。利益の再分配を行わない組織・団体一般（非営利団体）を意味し、社団法人、財
団法人、医療法人、社会福祉法人、学校法人、宗教法人などを含むが、本稿では特定非営利活動法人を意味する。

2015年度のNPOの財務データのパネルデータを独自に構築し、理論モデルを実証分析により検証した結果、NPOの経営者が事前に情報開示の量が高めることによって、寄付者から得る寄付金額が増加するというボンディング仮説と整合的な結果を得た。本論文は、日本におけるNPOの持続的発展のための資本調達に対する示唆を与えるものである。また、本稿の結果は、企業が持続的活動のために外部からの資本調達が継続的に必要な状況下では、経営者が自らの私的利益を制限することを示している。

NPOは、社会経済的に極めて重要な役割を担うようになってきている。経済学者の宇沢弘文は、1974年に刊行した「自動車の社会的費用」(岩波新書)の中で、「社会的共通資本」という概念を発表した。同氏は、「社会的共通資本」とは国家や市場によって統制されるべきではなく、職業的専門家の知見や規範によって管理されるべきだと主張し²、例として森林、河川などの「自然環境」、道路や電気、ガスなどの「社会的インフラストラクチャー」、医療、教育、福祉、文化などの「制度資本」を挙げている。現在日本では、国家、市場の双方がこれらの財を扱っているが、近年新たな財の供給者としてNPOが注目されつつある。NPOとは、営利を追求せず社会的使命の実現を目的とした民間組織であり、「制度資本」と「自然環境」に属する財を中心に多くのNPOが存在する。彼らは行政や市場から独立した存在であり、各分野に対し豊富な知見を有する組織であるため、宇沢氏の視点から見れば、社会的資本の管理者としてNPOは最適な主体であろう。

1998年12月に特定非営利活動促進法が施行され、NPOに法人格が付与されて以来、日本における法人格としてのNPOは急速に増加した。法人として認証されるNPOは平成10年度には23団体であったが、平成27年度10月末時点で50,497団体に昇り、認定NPOの数も平成27年度10月末時点で902団体となっている(図1・2参照)。これは、社会的資本を持続的、安定的に管理し、社会に経済的、文化的な発展を促す主体としてNPOが評価された結果である。

一方、NPOにはその持続的発展を困難にする問題もある。NPOに内在する最も大きな問題は、資本制約である。NPOの主な資本調達手段は、寄付金、会費、事業収入、助成金・補助金、借入金であるが、この中で唯一安定的な財源である会費はNPOの収入構造のうち約6.1%の割合でしなく、常に資本制約に直面した中でNPOは運営されている(図3・表1参照)。こうした中で、財政難に喘ぐNPOも非常に多い。日本政策金融公庫総合研究所が2012年2月に発表した「NPO法人の経営状況に関する実態調査」によると、アンケート調査を行った2812団体のNPOの内、約60%のNPOが事業規模を拡大したいと考えており、そのために事業収入、寄付金収入を拡大する必要があると回答している。

こうした資本制約への直面は、事業規模の制約や低待遇に伴う人材の流出など諸問題を引き起こす。このような資本制約を引き起こす一つの要因として、日本において寄付マーケットの相対的規模が小さいことが挙げられる。2010年度における日本の寄付総額は8,804

² 宇沢(2000)参照

億円、対 GDP 比でわずか 0.18%であるのに対し、米国は 25 兆 5,245 億円、対 GDP 比で 2.01%、英国は 1 兆 4,914 億円、対 GDP 比で 0.75%であり、日本は英国の 60%程度、米国に至ってはわずか 3%の規模である（表 2 参照）。

この背景には、米国と日本の宗教の違いなどから来る寄付に対する考え方の違いが大きいだろう。しかし、根本的な原因の一つとして、社会貢献、ボランティアというクリーンなイメージを利用した、NPO 法人の悪用事例があとを絶たないことがあると考えている。北海道旭川市にある NPO 法人「大雪りばぁねっと。」は、東日本大震災で避難した被災者に対する雇用創出事業を岩手県山田町から委託されていたが、その事業費を横領し、2014 年同団体代表は逮捕された。また、詐欺などの犯罪集団や暴力団関係者が、その隠れ蓑として NPO を設立することも多い。日本経済新聞³は、この種の問題について「法人格取得の基準は緩やかで、原則として、各都道府県などによる書類審査を通れば認証が受けられる。多くの市民参加を促せる半面、暴力団などの犯罪集団につけ込む隙を与えている側面は否定できない。内閣府には NPO 法人に対する苦情が年間 300 件程度寄せられる。」と述べ、事態の深刻さを主張する一方で、設立要件を厳しくすると健全な NPO も排除する可能性もあり、「市民や企業は良しあしを判断する力を養う必要がある」と結論付けている。

以上のように、NPO が社会で担う役割が拡大する一方で、資本制約によりその活動が制約されている。そして、その資本制約が、NPO の信頼性によって決まるならば、NPO 自身がコストを負担して信頼を獲得する行動を選択し、資本制約を緩和することが可能となる可能性がある。本稿では、NPO の CEO と寄付者の利害関係を理論モデルによって分析し、その予測を実証分析によって検証する。

本稿の理論モデルは、Doidge et al.(2007)の株式企業における少数株主保護に関する論文を応用している。同論文のモデルは次のようなものである。CEO は事業投資の資本を株主から調達し、一部を私的利益として収奪し、一部を事業投資に用いる。CEO は私的利益と事業投資から生じる株式利益を増やしたいと望む一方で、あまりに私的利益を高めると株主からの資本調達が難しくなる。同論文では、国家レベル、企業レベルでの少数株主保護の水準を高めることによって CEO が私的収奪を行うコストが上昇し、私的収奪の水準が低下することを示した。本稿はこのモデルを応用し、NPO の CEO と寄付者の関係を定式化する。ただし、Doidge et al.(2007)は CEO に対して外部から規律付けを行うモデルだが、本稿では CEO 自らがボンディングを行う点が異なる。ボンディング仮説とは Jensen and Meckling (1976)、Coffee(1999)らによって提唱されたコーポレートガバナンスの一形態であり、エージェントが自らの行動に制約を課すことによってプリンシパルの利益に沿った行動をしていると信じさせる行動のことである。

モデルの概要は次のようになる。CEO は内部資本と寄付者から集めた寄付金の範囲で資本調達を行い、一部を私的収奪し、一部を事業投資に用いる。CEO は事前にボンディング

³ 2012 年 11 月 26 日 日本経済新聞 電子版 「NPO、犯罪の隠れみのに 暴力団などが好印象を悪用」

を行うことで、寄付者に対して同団体の健全性をアピールすることができるため、CEO は私的収奪が最大になるよう事前にボンディング水準を決定する。次に寄付者はこのボンディング水準を観測した後で、CEO の私的収奪の水準に関する信念に基づき寄付額を決定し、CEO は私的収奪の水準と事業投資額を決定する。もし寄付者が観測したボンディング水準が高ければ、寄付者は CEO が収奪する割合が低いと判断し、寄付金を増額する。これにより、CEO は予算制約が緩和されより多くの資本調達が可能となり、事業投資も増加する。この理論モデルは、最初に定めるボンディングの水準が高い NPO ほど多くの寄付金を獲得し、事業投資が増加することを予測する。

この理論モデルの予測の妥当性を検証するため、本稿では NPO が所轄庁に提出する財務データを用いて実証分析を行った。ボンディング水準の代理変数として、各 NPO がホームページにおいて公開している情報量を点数化したボンディング INDEX（以下、INDEX）を作成した。そして、モデルの予測通り、INDEX が高いほど各 NPO の 寄付金や事業支出が大きいかどうかを調べた。結果、INDEX は寄付金や事業支出の対数値に対して正の相関を示した。ただし、規模が拡大したことによって、より豊富な情報公開が余儀なくされるという逆の因果も考えられるため、寄付金、事業費の変化率を被説明変数として回帰したところ、損益計算書の公開の有無が寄付金の変化率に対して正に有意な結果となった。これらの結果は、モデルと整合的であり、特に損益計算書の情報を公開することが、ボンディングとして機能することを示唆している。

本研究の貢献として、情報公開の質、特に寄付金の使い道など財務状況に関わる情報を寄付者に提供することが、寄付金の増加につながることを示したことにある。これにより、健全な経営をしている NPO に対して適切な情報公開の方法を指導することによって NPO の規模拡大を促すことができる。また、実証分析では INDEX を外生変数として扱っているが、理論モデル上ではボンディング水準は先決の内生変数である。このボンディング水準は、均衡においてボンディング費用の関数の形状に依存して決定される。このことから、NPO がボンディングを行う際にかかる費用を低下させ、NPO がよりボンディングを行いやすくなるような政策を打つことで、NPO のボンディング水準を上昇させ寄付金と事業投資の規模を拡大させることができると予測される。そのための具体的な策として、詳細な情報開示の標準化、あるいは NPO ガバナンスコードの導入などがある。

本稿の今後の構成は以下である。2 節では先行研究を紹介する。3 節で理論モデルによってボンディングと寄付金、事業投資の関係性を示し、第 4 節ではそのモデルの予測を検証するためのデータベースとサンプルの説明、第 5 章で実証分析の結果を示す。最後に、第 6 章で結果の要約と今後の課題について考察する。

(図 1・2・3、表 1・2 挿入)

2. 先行研究

Hansmann(1980,1996)は NPO の特性を利益分配ができないことだと定義している。株式会社の場合、企業の所有者として株主が存在し、株主は企業の残余利益に対する請求権を有する。一方 NPO は、株式発行による資本調達を禁じられているためこのような残余請求者が存在せず、事実上企業の所有者が存在しない。Fama and Jensen(1983)は、これによって NPO の CEO は外部からの規律付けが行われておらず、エージェンシー問題⁴が生じる可能性を示唆している。また、NPO におけるエージェンシー問題の解決方法として内部からの規律付けの強化を挙げ、例として大口寄付者が社外取締役として経営メンバーに入ることによってエージェンシー問題が緩和される可能性があることを述べている。

NPO のエージェンシー問題について、Hansmann(1990)は NPO が所有するキャッシュの量に着目し、将来の財務危機に備えるために一定量のキャッシュを所有する必要がある一方で、キャッシュを貯める過ぎると、経営者が収奪してしまう可能性を指摘した。Fisman and Hubbard (2005)は、Harford(1999)と Opler et al.(1999)が行った営利企業の最適なキャッシュ量の推定方法を NPO に応用し、NPO の最適キャッシュ量の推定方法を定式化し、よりガバナンスが効いている NPO ほど過剰なキャッシュを保有することを示した。また、Core et al.(2006)は、営利企業と同様に過剰なキャッシュを保有する NPO ほど経営者報酬が高くなることを指摘しており、NPO についても営利企業同様にエージェンシー問題が発生していることを示唆している。Fisman and Hubbard (2005)は、各州における NPO に対する法的拘束力と経営者報酬の関係性を示し、公的機関による規制が弱い州の NPO ほど経営者報酬も高く、将来行う社会的事業への投資額も相対的に小さいことを示した。このように米国における先行研究は、NPO におけるエージェンシー問題の存在を示唆しており、また政府による監視が重要であることも指摘している。

一方 Glaeser and Shleifer(2001)は、残余請求者がいないことで余剰利益がそのまま製品やサービスの品質改善の努力に当てられることを指摘し、より高い製品やサービスのクオリティが求められる市場において NPO を起業する経営者が多くなるとの予測を理論モデルによって示した。

本論文では、Core et al.(2006)などが指摘する通り NPO 内でエージェンシー問題が生じていることを前提とする。NPO では、資本提供者や独立取締役による監視や規律付けが働かないが、常に外部からの資本調達が組織の成長のカギとなる。このような性格の組織である NPO においては、Jensen and Meckling (1976)や Coffee(1999)が指摘するように、経営者が自らの行動に制約を課すことによって資本提供者の NPO への期待に沿った行動をしていると信じさせるボンディングが、資本制約を解決する一手段となり得るだろう。そ

⁴ エージェンシー問題とは、NPO の CEO と寄付者間に利益相反が生じており、寄付者が CEO に対して拘束力を持たない故、CEO が自らの利益を優先させてしまうことによって寄付者の利益が損なわれてしまうことを言う。

ここで、経営者のボンディング行動が寄付金などの外部資本調達において重要であることを理論モデルによって示し、実際にボンディングが寄付金や事業投資額に正の効果を持つかを実証分析により検証する。

3. モデル分析

本章では、NPOのCEOと寄付者間の利益相反を理論モデルとして構築する。次のような2段階モデルを考える。初めに、CEOは自らに課すボンディング水準を決定する。このとき、CEOは、寄付者が寄付を行う前にボンディング水準を観測し、NPOの信頼性を確認したうえで寄付額を決定することを知っている。CEOにとって、ボンディングが高い水準にあるほど、寄付金を事業投資ではなく私的に収奪することのコストは高くなる。そのため、CEOは、ボンディング水準を高くするほど、私的収奪に対する寄付者の懸念が小さくなり、寄付金が増加することを予期している。この寄付金の増加は資本制約の緩和を意味する。一方で、ボンディング水準を高めるにはコストがかかるため、CEOは両者のバランスの中でボンディング水準を決定する。次に、寄付者はNPOが決定したボンディング水準を基に、CEOが私的利益として収奪する部分の割合に対し信念を形成し、NPOが社会に寄与する貢献度を予測する。寄付者はこの貢献度に基づいて寄付を行う。CEOは寄付者から調達した寄付金と自己資本から本年度使う予算を決定し、そのうち何割かは事業投資に用いて残りを私的利益として収奪する。この時CEOは自らの利益を最大にするように予算と私的収奪の割合を決定する。

(1) モデル設定

1st Stage

NPOのCEOと寄付者について考える。NPOのCEOは自身が所有する内部資金 W と、寄付金 D の合計値から資本 K ($K \geq 0$)を調達し、そのうち f ($0 < f < 1$)を私的利益として収奪する。また、NPOのCEOは調達した資金からボンディングコスト $c(b, f)$ を支払う。CEOはまず、私的収奪を最大にするようにボンディング水準 b を決定する。以上を定式化すると、以下のようなになる。

$$\max_b u = fK - c(b, f) \quad (1)$$

ここで、費用関数は b と f について逓増的な増加関数であると仮定する。また、事前に高いボンディングを設定すればするほど、私的収奪を高める限界的なコストは増加すると仮定する。以上を定式化すると以下のようなになる。

$$\frac{\partial c(b, f)}{\partial f} > 0, \frac{\partial c(b, f)}{\partial b} > 0, \frac{\partial^2 c(b, f)}{\partial f \partial f} > 0, \frac{\partial^2 c(b, f)}{\partial b \partial b} > 0, \frac{\partial^2 c(b, f)}{\partial f \partial b} > 0.$$

2nd Stage

次に、NPOのCEOは、予算制約式を満たしながら K と f を決定する。定式化すると、以下のようなになる。

$$\max_{f, K} u = fK - c(b, f) \quad (2)$$

s. t

$$K \leq W + D. \quad (3)$$

一方寄付者は、CEOが調達した資本から一部を私的利益として取奪することを知っており、NPOが行う事業は投資額に対して $R(R > 1)$ の効果があると考えている。また、 R について、 $1 > (1 - f)R$ と仮定する。これは、寄付者にとって私的利益の略奪の割合が十分に大きいことを意味する。寄付者はNPOが行う事業の効果の分だけ寄付を行うと仮定する。このとき、寄付者が f に対して信念 f^d をもち、NPOの事業の貢献度を期待値によって評価すると仮定すると、 D は次のように定式化できる。

$$D \equiv D(f^d) = (1 - f^d)KR + f^d K \cdot 0 = (1 - f^d)KR$$

従って制約条件(3)は、次のように書き換えられる。

$$K \leq \frac{W}{1 - R + f^d R} \quad (4)$$

また、寄付者は合理的に均衡における f を信念として形成すると仮定する。すなわち、均衡における f を f^* と書けば、 $f^d = f^*$ である。

(2) 解の導出

2nd Stage

バックワードに最大化問題を解く。経営者の目的関数 u を K で微分すると、

$$\frac{\partial u}{\partial K} = f > 0$$

より、 u は K について単調増加である。従って制約条件(4)は等号で成立する。すなわち、最適な投資額 K^* は

$$K^* = \frac{W}{1 - R + f^d R} \quad (5)$$

である。また、 f に関する一階の条件は

$$\frac{\partial u}{\partial f} = K^* - \frac{\partial c(b, f)}{\partial f} = 0. \quad (6)$$

であり、これを満たす最適な f を f^* とする。なお、寄付者の合理的な信念形成の仮定から $f^d = f^*$ である。

1st Stage

経営者の目的関数をボンディング水準 b で微分すると以下を得る。

$$\frac{\partial u}{\partial b} = \left\{ \frac{(1 - R)W}{(1 - R + f^* R)^2} - \frac{\partial c(b, f^*)}{\partial f^*} \right\} \cdot \frac{df^*}{db} - \frac{\partial c(b, f^*)}{\partial b} = 0.$$

これを満たす最適な b を b^* とする。したがって、均衡におけるボンディング水準はボンディングコストの関数の形状に依存する。

(3) 比較静学

2nd stage を考える。一階の条件で導出した f^* の式(6)に式(5)を代入し、 b で微分すると、

$$\begin{aligned} & \frac{-WR}{(1 - R + f^* R)^2} \cdot \frac{df^*}{db} - \left\{ \frac{\partial^2 c(b, f^*)}{\partial b \partial f} + \frac{\partial^2 c(b, f^*)}{\partial f \partial f} \cdot \frac{df^*}{db} \right\} = 0 \\ \Leftrightarrow \frac{df^*}{db} &= - \frac{\frac{\partial^2 c(b, f^*)}{\partial b \partial f}}{\frac{WR}{(1 - R + f^* R)^2} + \frac{\partial^2 c(b, f^*)}{\partial f \partial f}} < 0 \end{aligned}$$

より、次の命題を得る。

Proposition 1

ボンディング割合を増加させると、CEOの私的収奪の比率が低下する。

$$\frac{df^*}{db} < 0.$$

これは、ボンディング度合が高い水準にあるほど、私的収奪のコストが上昇するためである。

また、*Proposition 1*から次の命題を得る。

Proposition 2

ボンディング度合を増加させると、CEOの私的収奪の比率が低下し、その結果寄付金額が増加する。

$$\frac{\partial D(f^*)}{\partial b} = \frac{\partial D(f^*)}{\partial f^*} \cdot \frac{df^*}{db} = -\frac{WR}{(1-R+f^*R)^2} \cdot \frac{df^*}{db} > 0.$$

また、事業費に対しても同様に b で微分する。

$$\frac{\partial(1-f^*)K^*}{\partial b} = -\frac{W}{(1-R+f^*R)^2} \cdot \frac{df^*}{db} > 0.$$

以上より、次の命題を得る。

Proposition 3

ボンディングが増加すると事業投資額が増加する。

$$\frac{\partial(1-f^*)K^*}{\partial b} > 0.$$

実証分析では、*Proposition 2*と*Proposition 3*の妥当性について検証する。以上比較静学から導きだされる仮説は以下のようになる。

仮説 I

$$\frac{\partial D(f^*(b))}{\partial b} = \frac{\partial D(f^*(b))}{\partial f^*} \frac{\partial f^*}{\partial b} > 0$$

ボンディングが増加すると私的収奪の金額が減少する。それに伴い、寄付金額が増加する。

仮説 II

$$\frac{\partial(1-f^*)K^*}{\partial b} > 0$$

ボンディングが増加すると寄付金額が増加することで予算制約が緩和され、投資額が増加する。

4. データベース

本稿では、実証分析には、NPO が各所轄庁に提出する財務諸表から筆者らが独自に収集した財務データと、筆者らが各 NPO のホームページにおける情報公開の水準に基づいて構築した各 NPO の情報公開度スコアを用いる。この章では、各データについて説明を行う。

(1) 財務データ

各 NPO は、年度毎に各所轄庁(都道府県、もしくは市)に対して損益計算書、貸借対照表、財産目録を掲出する。NPO が提出したデータは内閣府の NPO ホームページ⁵から検索可能である。本論文では、各所轄庁から認定 NPO として認められた NPO651 団体のうち、都道府県が所轄庁である NPO を研究対象とした。対象期間は 2012 年度から 2015 年度の 4 年間である。また、分析上の比較可能性を確保するため 2010 年 7 月に公表された NPO 会計基準に則った会計処理を行っている NPO のみを対象とし、独自の会計科目を使用している団体、会計に不備がある団体はサンプルから除いた。

(2) ボンディング指標

本稿では、NPO の情報公開の水準を、NPO 経営者のボンディング行動の水準の代理変数として用いる。これは、情報を公開することはコストがかかる一方で、情報公開の水準が高いほど、経営者にとって寄付金を私的に収奪することは困難になることが予想されるためである。特にどのような情報の開示が、資本提供者の信頼を獲得するかを特定するため、平成 25 年度 6 月に内閣府によって実施された NPO 法人に関する世論調査を参考に重

⁵ 内閣府ホームページ <https://www.npo-homepage.go.jp/Portal/corpSearch!show2.action>

要な情報公開項目を特定し、これベースにボンディングの水準を計測する指標を独自に構築した。同調査は、全国20歳以上の日本国籍を有する者3000人を対象とし、NPO法人に対する寄付意識、NPO法人の情報量に対する意識調査などを行ったものであり、層化2段階無作為抽出法を採用している。同調査では、3000人に対してNPOに関して重要視する情報についてアンケートを行い、また寄付をしたことがある人に対して寄付をする際に重要視することについてアンケート調査を行っている。双方に共通する情報は、寄付者が寄付をする際に重要視する情報であり、6項目存在した。以下の6項目が、ボンディングの水準を計測するINDEX項目である。

i. 活動目的

NPOの情報の中で重要視する項目として活動目的が61.2%と最も高く、寄付を行う理由として目的に共感できることを挙げる人が69%と最も多かった。以上から、活動目的や活動の意義を適切に寄付者に伝えている場合を1、それ以外の場合を0とする。

ii. 活動成果

重要視するNPOの情報として、活動目的の次に多かったのはNPOの成果である。同様に、寄付をする際に重要視する条件としても、成果を挙げていることが36.3%と高かった。これにより、NPOが寄付者に対して定期的に事業実績の報告を行っているかどうかを指標に加えた。具体的には、四半期や年度毎に事業報告書、あるいはそれに準ずる資料を公開し、過去の実績を参照できることを場合は1、それ以外の場合は0とする。

iii. 社会一般の評価

NPOの重要視する情報として、社会から一定の評価を得ているかどうか29.7%と高い水準であった。また、寄付をする際に重要視する項目として、社会的に知られている団体であることが12.1%であった。社会からの評価の指標として、テレビや新聞などのメディア露出度を採用し、メディア掲載実績をホームページ上で公開している場合を1、それ以外の場合を0とする。

iv. 財務状況

NPOの重要視する情報として財務状況が20.9%、寄付をする際に重要視する項目として「寄付金の使い方が有効的かどうか」が47.7%と高かった。以上から、損益計算書、貸借対照表、ならびに財産目録について、それぞれ公開している場合を1、それ以外の場合を0とする。したがって、財務状況は最大3点となる。

v. 役員名簿

誰が NPO を運営しているのか、運営スタッフに誰が入っているかが重要だと答えた人が、いずれのアンケートでも多くの割合を占めた。従って、役員名簿が公開されているケースを 1、それ以外の場合を 0 とする。

vi. 寄付者名簿

役員名簿同様に、誰が、あるいはどのような企業が寄付者として支援をしているかが重要だと答えた人の割合も、いずれのアンケートにおいて高かった。従って寄付者名簿が公開されているケースを 1、それ以外の場合を 0 とする。

これら各項目が NPO のホームページにどの程度記載されているか確認し、各項目に対して 1 点（ただし財務状況については最大 3 点）を付し、最大 7 点、最小 0 点を取る INDEX を作成し、ボンディング指標とした。

アンケート結果と詳細な INDEX の統計データは、次の図・表を参照されたい。

(図 4・5、表 3・4・5・6・7・8 挿入)

(3) 変数定義

事業投資の変数として、財務諸表の損益計算書に記載される事業費の対数値を用いる。寄付金の変数としては、3 種類の指標を用いる。寄付者を個人、企業などの民間の人々であるとし、損益計算書に記載される寄付金と会費の合計値の対数値を寄付金の指標として用いる。また、寄付者を政府や地方自治体と考えると、寄付金は助成金と考えることができる。助成金の対数値を指標として用いる。最後に、上記 2 つの合計値の対数値を外部資金として指標とする。

事業投資額や寄付金に影響を与える R と W の代理変数を用意する。具体的には、 R の代理変数として、事業収益率（(事業収入－事業費) / 事業費）を用いる。また、 W の代理変数として、純資産の対数値を用いる。また、今回の分析期間は東日本大震災後の期間であり、震災によって寄付金額が変動していることが予測されるため、福島県、宮城県、岩手県を所轄庁とする NPO に対して 1、それ以外を 0 とする震災ダミーを用いた。また被説明変数を民間からの寄付金としている分析に関しては、助成金の有無が影響している可能性があるため、助成金を受け取っていれば 1 を立てる助成金ダミーを用いた。

また、寄付金、助成金、外的資本、事業費に関しては、規模の拡大に伴ってボンディングを強化しているという可能性も存在するため、成長率をとって検証する。記述統計は以下のとおりである。

(表 9 挿入)

5. 実証分析

(1) 仮説 I の検証

ボンディング指標と寄付金の関係性について検証する。4 節で述べた通り、寄付者を民間、公的機関、民間と公的機関の 3 タイプに分類し、それぞれについて検証する。それぞれの回帰式は以下である。

寄付者=個人・企業の場合：

$$\ln(\text{寄付金}) \text{ or } \Delta\text{寄付金} = \beta_0 + \beta_1\text{INDEX} + \beta_2\text{事業収益率} + \beta_3\text{被災地ダミー} + \beta_4 \ln(\text{純資産}) + \beta_5\text{助成金ダミー} + \mathbf{x}'_{\text{year}}\boldsymbol{\beta}_{\text{year}} + \varepsilon. \quad \text{数式 (1)}$$

寄付者=公的機関の場合：

$$\ln(\text{助成金}) \text{ or } \Delta\text{助成金} = \beta_0 + \beta_1\text{INDEX} + \beta_2\text{事業収益率} + \beta_3\text{被災地ダミー} + \beta_4 \ln(\text{純資産}) + \mathbf{x}'_{\text{year}}\boldsymbol{\beta}_{\text{year}} + \varepsilon. \quad \text{数式 (2)}$$

寄付者=全体の場合：

$$\ln(\text{外部資金}) \text{ or } \Delta\text{外部資金} = \beta_0 + \beta_1\text{INDEX} + \beta_2\text{事業収益率} + \beta_3\text{被災地ダミー} + \beta_4 \ln(\text{純資産}) + \mathbf{x}'_{\text{year}}\boldsymbol{\beta}_{\text{year}} + \varepsilon. \quad \text{数式 (3)}$$

表 II、III、IV は、それぞれ上記数式 (1) から (3) で表された回帰モデルの回帰結果である。民間からの寄付金、助成金、外部資金それぞれの対数値に対して、INDEX は正に有意な結果を示しており、仮説 I を支持している。また、INDEX を財務諸表関連とその他に分解して同様に回帰を行った結果 (以下、INDEX (財務)、INDEX (その他) と表記する)、民間からの寄付金、外部資金に関して INDEX (財務)、INDEX (その他) いずれも有意であったが、助成金に関しては、財務諸表に関する INDEX のみが正に有意であった。これ

は財務状況を公開できる NPO がより多くの助成金を獲得していることを示唆している。一方で、民間からの寄付金、助成金、外部資金の変化率に関して、INDEX は基本的に有意な効果を持たなかった。ただ、民間からの寄付金の変化率に対しては損益計算書の公開の有無のみ正に有意であった。これは寄付者が寄付を行う前に寄付がどのように使用されているかを重要視しており、寄付者にその内訳を示すことが寄付金の増加の要因になることを示唆している。これは仮説 I を支持する。また、民間からの寄付金と外部資金の対数値に対して、収益率は負に有意である。本論文では、事業の波及効果の代理指標として事業収益率を用いたが、事業の収益性や効率性を寄付者が期待しているとはいえないことを示唆する。純資産は民間からの寄付金、助成金、外部資金それぞれの対数値に対して正で有意であり、 Δ 寄付金に対しては負に有意であった。

(表 10・11・12 挿入)

(1) 仮説Ⅱの検証

次にボンディング指標と事業投資額の関係性について検証する。回帰式は以下である。

$$\ln(\text{事業費}) \text{ or } \Delta\text{事業費} = \beta_0 + \beta_1\text{INDEX} + \beta_2\text{事業収益率} + \beta_3\text{被災地ダミー} + \\ \beta_4 \ln(\text{純資産}) + \beta_5\text{助成金ダミー} + \mathbf{x}'_{\text{year}}\boldsymbol{\beta}_{\text{year}} + \varepsilon.$$

数式(4)

回帰の結果、事業費の対数値に対してINDEXは正に有意であり、またINDEXを財務諸表に関する指標とその他の指標に分けて分析を行った結果、財務諸表に関する指標のみが正に有意であった。これらの結果は仮説を支持する一方、事業費の変化率に関してINDEXは統計的に有意ではなかった。これは、INDEXと投資規模について正の相関はあるものの因果関係までは確定できないことを示している。

事業費の対数値に対して、収益率は負に有意であった。これは事業収益の拡大によって寄付金以外の資本調達的手段が確立されたことによって資本調達手段としての寄付金の価値が減少し、ボンディングを行うインセンティブが減少したと解釈できるかもしれない。

また表には記載していないが、事業費の対数値と同様に事業費の変化率に対してもINDEXを分解して回帰を行った。これらの分析も同様にINDEXは事業費の変化率に対して統計的に有意にならなかった。

(表13 挿入)

6. 結論と課題

本稿は、NPO が抱える資本制約の問題の原因として NPO の経営者のエージェンシー問題に着目し、経営者のボンディング行動として解釈可能な NPO の自発的な情報公開の水準が、NPO の資本制約を解決しているかを検証した。最初に NPO のボンディング強度と寄付者の関係を理論モデルによって定式化し、実証分析を行った。理論分析の結果、NPO の CEO がボンディングを強めるほど寄付者の寄付金額は増加し、NPO の事業投資額も増加するという予測を得た。次に、これらの予測を実証分析で検証した結果、ボンディングと寄付金、投資額にはどれも強い正の相関が見られたが、ボンディングは各変数の変化率には影響を与えなかった。ただし、損益計算書の公開の有無のみ、寄付金の変化率に影響を与えていた。実証分析の結果は、ボンディングの度合いと寄付金、事業投資額の規模は正の関係にあるものの、ボンディングの度合いを強化すれば寄付金、事業投資額が増加するという因果を示すには不十分な結果となった。ただし、損益計算書の公開の有無が寄付金の増加率に正に有意という結果は、本論文の理論モデルの結果と整合的であった。このことから、理論モデルに基づけば、特に損益計算書の公開がボンディングとして機能することを示唆している。

分析結果の示唆として、財務諸表、特に損益計算書を公開し、寄付者に NPO としての健全性を示すことで、寄付金の規模拡大が見込まれる点が挙げられる。序論で述べたように NPO を利用した犯罪が多発する昨今、寄付者は NPO に対してよりシビアな視点から NPO を評価するようになっており、寄付者からの信頼を得る最も有効な方法として財務諸表の公開が効果を持つ可能性が示された。また、NPO 振興政策への示唆として、ボンディング費用が低く抑えられるような政策を実施すれば、より多くの NPO が積極的にボンディングを行い、結果として寄付マーケットの増加と NPO の事業投資の増加につながると考えられる。本稿の理論モデルでは、ボンディング度合いは費用関数に依存しており、ボンディングにかかるコストが低いほどボンディング度合いが高まると予想される。ボンディングにかかる直接費用としては、ホームページ作成にかかる検討コストや人件費などの直接的な費用の他、NPO 経営者が私的利益の収奪を隠す費用などの間接的な費用が考えられる。政府や所轄庁は各 NPO に対して効果的な情報公開の仕方を示し、ホームページ作成を容易にするフォーマットを提供する、あるいは情報公開の基準を寄付者等の懸念に対応する方向に標準化する、または情報開示を含め NPO 経営者の行動規範（NPO ガバナンスコード）を策定し、NPO の経営者がボンディングする方向を明確化することで、NPO がボンディングのために費やすコストを抑えることができるであろう。その結果、ボンディング水準が高まれば、経営者の私的収奪の割合が小さいと寄付者が信じるようになり、寄付金が増加する。これにより、NPO が直面する資本制約が緩和され、事業を拡大できると予測される。

本稿の課題としては、データの制約から、分析に用いたサンプルの NPO の性格が類似して

いること、また分析期間が短いことがある。NPOの財源は、スタートアップ時は寄付金の割合が大きいですが、次第に規模が拡大し事業収益性が高まってゆくと、事業収入が主要な財源となる。また、規模の拡大に伴って次第に政府や地方自治体からの助成金の規模も拡大し、寄付金の財源としての重要性は低下してゆく。NPOの成長過程を検証するためには、様々な成長ステージのNPOをサンプルとすることが理想的だが、分析可能な情報を取得できるNPOが認定NPOに限られ、成長ステージにおける資本制約の解決要因の分析は出来なかった。また、分析期間が短く、ボンディングと寄付金や事業投資の因果の方向性を確定するに至らなかった。これは、今後、NPOの財務情報等の時系列データが蓄積された時の課題である。

2点目の課題として、会計基準の曖昧さが挙げられる。NPOに関する会計基準は交付されているが、会計基準に則る義務はなく、NPOが各自判断して財務諸表を作成している。独自の科目を使用しているNPOや、貸借対照表の資産サイドと資本調達サイドの合計値が一致しないなど、会計上の不備が見られるNPOも多く存在した。以上のことから、NPOが公開している財務諸表の正確性自体に疑問が残る。

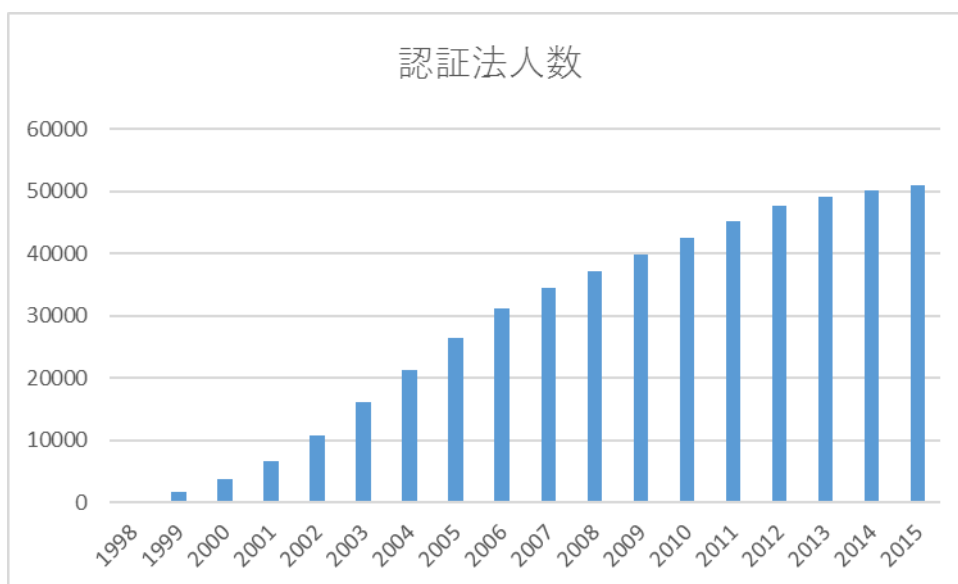
本論文では当初日本においてもNPOのエージェンシー問題が存在していることを検証しようと試みた。先行研究では経営者の私的利益の代理指標として役員報酬を使用していたが、日本では財務諸表に役員報酬を明記しているNPOが少なく検証は不可能であった。

本稿の理論モデルでは、寄付者はNPOが社会に与える効果の期待値分だけ寄付を行うと仮定し、実証分析においてはNPOの事業の効果の代理指標として収益性を使用した。しかし、社会的効用を生み出す事業の効果測定する指標として収益性を用いることについて、限界がある。しかし、社会的効用とは金銭的な価値で代替できるものではなく、ほかに適切な指標が見当たらなかった。社会的効用を図る指標として、Roberts Enterprise Development Fund (REDF) によって開発されたSROI (Social Return on Investment: 社会的投資収益率) という指標がある。日本でもNPO法人SROI Network Japanなどの団体が日本における実用化に向けた活動を行っており、この指標がデータとして活用できるようになれば、今後のNPOの研究に大いに活用できるだろう。

参考文献

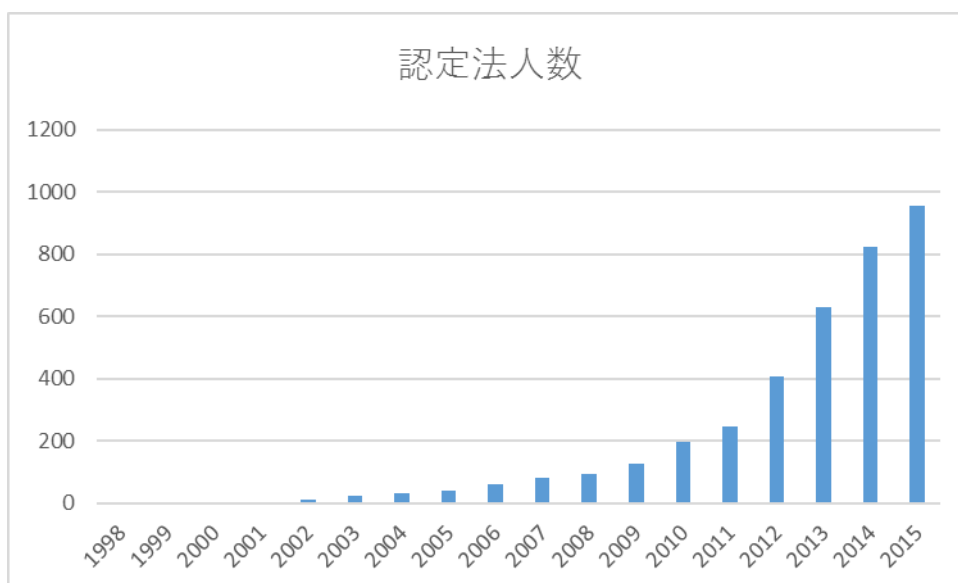
- 宇沢弘文 (1974), 『自動車の社会的費用』, 岩波新書
- 宇沢弘文 (2000), 『社会的共通資本』, 岩波新書
- 田中弥生, 栗田佳代子, 粉川一郎 (2008), 「NPO の持続性と課題」, 『ノンプロフィット・レビュー』 8, 33-48.
- Adelino, Manuel, Lewellen, Katharina, and Sundaram, Anant (2015), "Investment Decisions of Nonprofit Firms: Evidence from Hospitals", *Journal of Finance*, 80, 1583–1624.
- Coffee, John (1999), "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, 93, 641-708.
- Core, John, Guay, Wayne, and Verdi, Rodrigo (2006), "Agency problems of excess endowment holdings in not-for-profit firms", *Journal of accounting and economics*, 41, 307-333.
- Doidge, Craig, Karolyi, Andrew and Stulz, Rene (2007), "Why do countries matter so much for corporate governance?", *Journal of Financial Economics* 86, 1-39.
- Fisman, Raymond, Hubbard, Glenn (2005), "Precautionary savings and the governance of nonprofit organizations", *Journal of Public Economics* 89, 2231-2243.
- Glaeser, Edward, and Shleifer, Andrei (2001), "Not-for-profit entrepreneurs", *Journal of Public Economics* 81, 99 –115.
- Hansmann, Henry (1980), "The role of the nonprofit enterprise", *Yale Law Journal* 89, 835–901.
- Hansmann, Henry (1990), "Why do universities have endowments?", *Journal of Legal Studies* 19, 3–42.
- Hansmann, Henry (1996), "The Ownership of Enterprise", Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Jensen, Michael, and Meckling, William (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, 3, 305-360.
- Opler, Tim, Pinkowitz, Lee, Stulz, Rene, and Williamson, Rohan (1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of financial economics*, 52, 3-46.
- Weisbrod, Burton (1988), *The Nonprofit Economy*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Weisbrod, Burton (1998), *To Profit or Not to Profit. The Commercial Transformation of the Nonprofit Sector*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

図1 認証 NPO 法人数推移



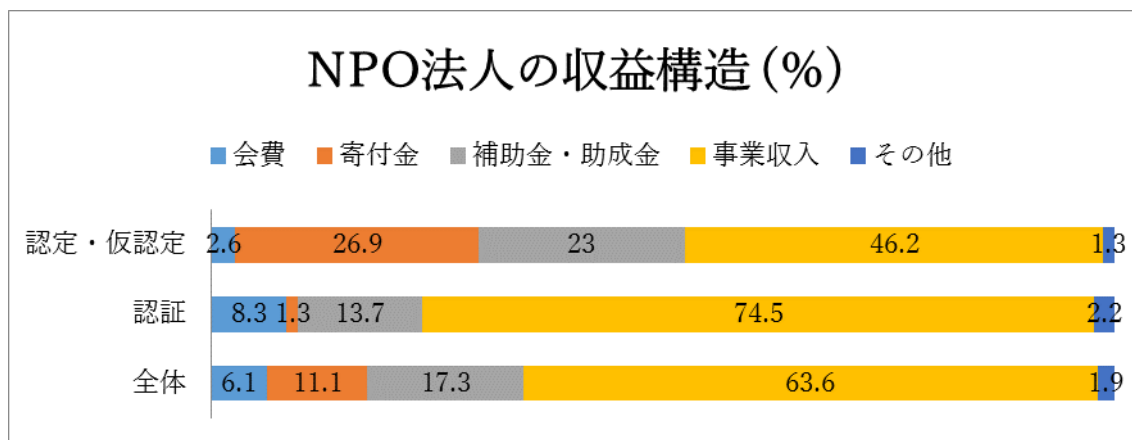
出処：内閣府ホームページ(<https://www.npo-homepage.go.jp/>)

図2 認定 NPO 法人数推移



出処：内閣府ホームページ(<https://www.npo-homepage.go.jp/>)

図3 2014年度 NPOの収益構造



出処：内閣府 「平成 26 年度 市民の社会貢献に関する実態調査」

図4 INDEX 項目別掲載割合

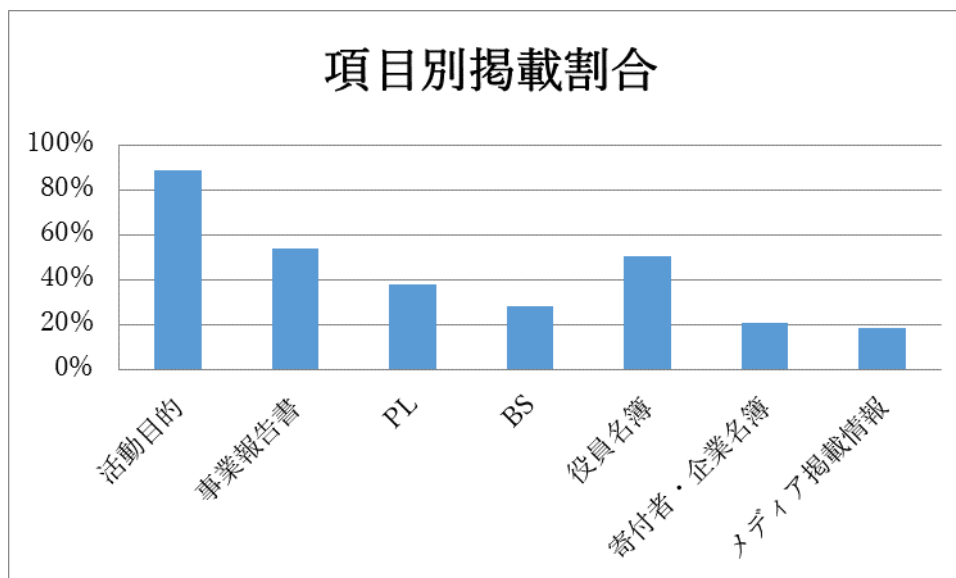


図5 得点別分布

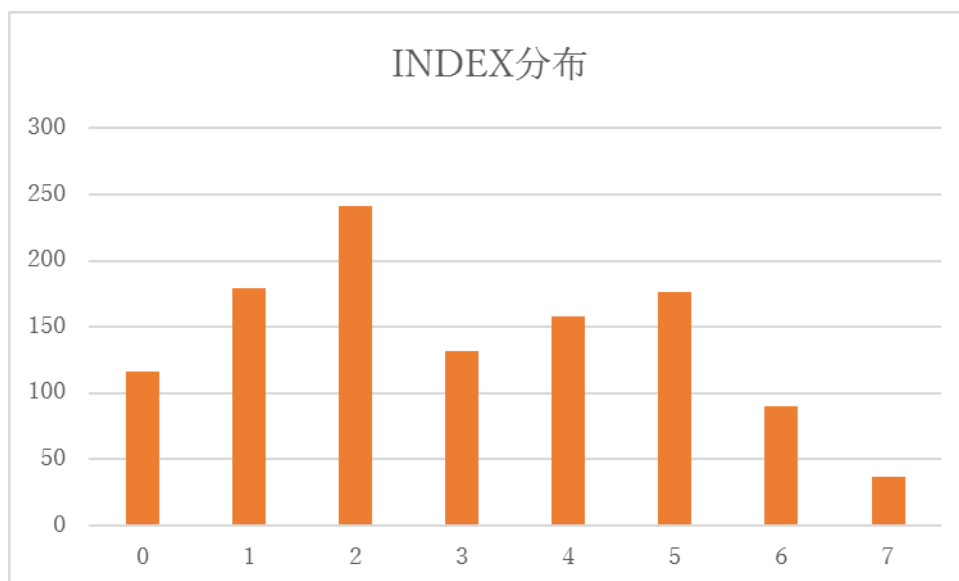


表1 NPO 法人の財源特性一覧

財源名	定義・特性
寄付金	NPO の活動に賛同した個人、企業からの寄付。基本的に金額は任意であり、継続的に寄付を行う義務はない。
会費	NPO の活動に賛同した個人、企業から、毎年定款に定められた金額の寄付を行う。NPO にとって唯一安定的な資金源である。
事業収入	事業によって生み出された収益、あるいは行政によって委託された事業による収益。非営利団体である NPO の収益率は非常に低い。
助成金・補助金	財団・民間企業・行政などから NPO の活動にかかる費用に対して一定割合支給される援助。自治体によって異なる選考基準が存在し、継続的に支給されることは困難な場合もある。
借入金	金融機関からの融資。財源が脆弱な NPO に対する融資は非常に困難である。

出処：筆者作成

表2 寄付マーケットの国際比較

国名	寄附総額	対 GDP 比
日本(2010)	8,804 億円	0.18%
米国(2010)	25 兆 5,245 億円	2.01%
英国(2010)	1 兆 4,914 億円	0.75%

出処：内閣府ホームページ(<https://www.npo-homepage.go.jp/>)

表 3 INDEX 基準

インデックス項目	選定基準
活動目的	トップページ、もしくはトップページから1クリック以内で見れる範囲に「設立趣旨、目的、ミッション、使命、実現したい社会」など存在意義に関する項目があること
活動成果	事業報告書、アニュアルレポート、会報など年、月毎に定期的 に実施事業をまとめ、公開していること (※ ブログ形式、タイムライン形式は不可)
社会一般の評価	「メディア掲載」欄を個別に設置していること
財務状況	損益計算書と、貸借対照表または財産目録を公開していること (ストックとフロー両方の情報を公開していること)
役員、会員スタッフ名簿	役員の名簿を公開していること (定款のみは不可)
寄付者の名簿	大口寄付者・資金提供企業の名簿を公開していること

出所：筆者作成

表 4 重要視する NPO の情報

項目	% (N=1784)
活動目的	61.2
活動成果	46.5
活動予定	29.7
社会一般の評価	29.7
財務状況	20.9
役員報酬	15.4
役員,会員,スタッフ名簿	9.1
寄付者の名簿	5.0

出所：内閣府 平成 25 年度 NPO 法人に関する世論調査

表5 寄付をする際に重要視すること

項目	% (N=413)
目的に共感できる	69.0
寄付金の使い方が有効的	47.7
成果を上げている	36.3
信頼できる役員・スタッフがいる	26.4
積極的に呼びかけている	18.6
経営基盤がしっかりしている	18.4
寄付方法が分かりやすい	17.7
認定 NPO である	16.7
よく知られている	12.1
知り合いがいる	12.1
寄付者が多い	4.8
その他,なし,わからない	2.9

出所：内閣府 平成 25 年度 NPO 法人に関する世論調査

表6 対応表

寄付の際重要視する点	重要視する NPO の情報
目的に共感できる	活動目的
成果を上げている	活動成果
よく知られている	社会一般の評価
寄付金の使い方が有効的	財務状況
信頼できる役員・スタッフがいる	役員,会員スタッフ名簿
寄付者が多い	寄付者の名簿

出所：内閣府 「平成 25 年度 NPO 法人に関する世論調査」を基に筆者作成

表7 記述統計

	N	平均	中央値	分散	最大値	最小値
ln 事業費	1004	16.70	16.77	3.03	22.10	10.13
ln 寄付金 ^a	1004	15.07	14.96	3.97	21.49	0
ln 助成金 ^b	1004	9.43	13.47	56.81	21.93	0
ln 外部資金 ^c	1004	15.73	15.67	3.82	22.09	0
収益率(%) ^d	1004	-0.35	-0.44	1.38	26.79	-1.00
助成金ダミー ^e	1004	0.62	1	0.24	1.00	0
震災ダミー ^f	1004	0.04	0	0.04	1.00	0
ln 純資産	1004	15.82	15.98	3.84	21.83	8.01
INDEX	1004	3.05	3.00	3.87	7.00	0
Δ外部資金	582	0.41	0.03	4.38	27.38	-0.95
Δ寄付金	391	0.42	0.05	3.45	21.53	-0.99
Δ事業費	621	0.25	0.04	1.42	14.59	-1
Δ公的資金	619	0.51	-0.07	8.82	24.56	-1

注) a.寄付金=寄付金+会費で算出。 b.助成金=助成金+補助金で算出。 c. 外部資金=寄付金+会費+助成金+補助金で算出。 d. 収益率=(事業収入-事業費)/事業費で算出。 e. 助成金あるいは補助金を支給されていれば1 f.所轄庁が福島県、宮城県、岩手県のNPOに1。Δは、(T期の値-(T-1)期の値)/(T-1)期の値を意味する。ln(・)は自然対数を取った。

表8 寄付金の決定要因の回帰分析

	ln(寄付金)				Δ寄付金			
	OLS				OLS			
INDEX	0.24*** (8.87)				0.12 (1.03)			
INDEX(財務) ^a	0.33*** (4.74)				0.49 (1.57)			
INDEX(その他) ^b	0.18*** (4.02)				-0.09 (-0.44)			
PL ^c	0.85*** (7.70)				0.84* (1.76)			
BS ^d	0.87*** (7.30)				0.62 (1.18)			
助成金ダミー	-0.12 (-1.13)	-0.13 (-1.22)	-0.11 (-1.01)	-0.13 (-1.17)	-0.67 (-1.36)	-0.71 (-1.44)	-0.70 (-1.42)	-0.70 (-1.41)
被災地ダミー	-0.45* (-1.72)	-0.44* (-1.69)	-0.38 (-1.45)	-0.47* (-1.78)				
収益率	-0.23*** (-5.28)	-0.23*** (-5.25)	-0.23*** (-5.24)	-0.24*** (-5.43)	-0.00 (-0.72)	-0.00 (-0.64)	-0.00 (-0.65)	-0.00 (-0.68)
ln(純資産)	0.24*** (16.24)	0.45*** (16.21)	0.46*** (16.54)	0.46*** (16.45)	-0.26** (-2.06)	-0.26** (-2.07)	-0.26** (-2.11)	-0.26** (-2.06)
切片	6.69*** (13.26)	6.77*** (13.35)	6.96** (13.70)	7.05*** (13.83)	4.54** (2.08)	4.86** (2.21)	4.69** (2.15)	4.76** (2.18)
イヤーダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	yes	Yes	yes	Yes
R ²	0.31				0.02			
N	1004				582			

注) a. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の2点分を抽出したもの。

b. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の2点分を除いたもの。c. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無のみを抽出したもの。d. INDEXの7つの指標のうち、貸借対照表、または財産目録の有無のみを抽出したもの。*,**,***は、それぞれ10%,5%,1%での有意水準を表す。括弧内はt値である。

表9 助成金の決定要因の回帰分析

	ln(助成金)				△助成金
	OLS				OLS
INDEX	0.48*** (4.12)				0.02 (0.33)
INDEX(財務) ^a		0.96*** (3.16)			
INDEX(その他) ^b		0.20 (1.01)			
PL ^c			1.67*** (3.53)		
BS ^d				2.40*** (4.72)	
被災地ダミー	3.08*** (2.70)	3.12*** (2.73)	3.23*** (2.81)	3.01*** (2.64)	
収益率	-0.19 (-0.98)	-0.18 (-0.94)	-0.19 (-0.98)	-0.19 (-1.01)	0.00 (0.20)
ln(純資産)	0.96*** (8.07)	0.95*** (8.01)	0.98*** (8.29)	0.95*** (8.08)	-0.07 (-0.81)
切片	-7.50*** (-3.42)	-7.08*** (-3.22)	-6.69*** (-3.17)	-6.68*** (-3.06)	0.85 (0.54)
イヤードミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.09	0.09	0.08	0.09	0.01
N	1004	1004	1004	1004	391

注) a. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の2点分を抽出したもの。
 b. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の2点分を除いたもの。c. INDEX
 の7つの指標のうち、損益計算書の有無のみを抽出したもの。d. INDEXの7つの指標のうち、貸借対照表、または財
 産目録の有無のみを抽出したもの。*,**,***は、それぞれ10%,5%,1%での有意水準を表す。括弧内はt値である。

表10 外部資金の決定要因の回帰分析

	ln(外部資金)				Δ外部資金
	OLS				OLS
INDEX	0.21*** (8.51)				0.01 (0.06)
INDEX(財務) ^a		0.28*** (4.30)			
INDEX(その他) ^b		0.17*** (4.04)			
PL ^c			0.72*** (7.15)		
BS ^d				0.77*** (7.00)	
被災地ダミー	-0.08 (-0.36)	-0.08 (-0.34)	-0.02 (-0.11)	-0.10 (-0.44)	1.55 (1.00)
収益率	-0.20*** (-5.05)	-0.20*** (-5.02)	-0.21*** (-5.02)	-0.21*** (-5.20)	0.00 (-0.59)
ln(純資産)	0.53*** (21.21)	0.53*** (21.16)	0.54*** (21.52)	0.54*** (21.38)	0.11 (0.75)
切片	6.49*** (13.94)	6.55*** (13.98)	6.73*** (14.33)	6.82*** (14.48)	-1.84 (-0.73)
イヤーダミー	Yes	Yes	yes	Yes	Yes
R ²	0.38	0.39	0.37	0.37	0.01
N	1004	1004	1004	1004	619

注) a. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の2点分を抽出したもの。

b. INDEXの7つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の2点分を除いたもの。c. INDEX

の7つの指標のうち、損益計算書の有無のみを抽出したもの。d. INDEXの7つの指標のうち、貸借対照表、または財

産目録の有無のみを抽出したもの。*,**,***は、それぞれ10%,5%,1%での有意水準を表す。

表 11 事業費の決定要因の回帰分析

	ln(事業費)				Δ事業費
	OLS				OLS
INDEX	0.07*** (4.08)				0.01 (0.19)
INDEX(財務) ^a		0.20*** (4.02)			
INDEX(その他) ^b		0.00 (0.24)			
PL ^c			0.33*** (4.29)		
BS ^d				0.41*** (4.92)	
助成金ダミー	0.64*** (8.25)	0.63*** (8.09)	0.64*** (8.25)	0.63*** (8.05)	-0.40 (-1.32)
被災地ダミー	-0.66*** (-3.53)	-0.65*** (-3.47)	-0.63*** (-3.38)	-0.67*** (-3.59)	
収益率	0.01 (0.60)	0.02 (0.66)	0.02 (0.65)	0.01 (0.58)	-0.06*** (-21.84)
ln(純資産)	0.57*** (29.40)	0.57*** (29.42)	0.58*** (29.63)	0.57*** (29.55)	-0.12 (-1.55)
切片	6.81*** (19.03)	6.91*** (19.27)	6.90*** (19.33)	6.94*** (19.50)	2.20* (1.64)
イヤードダミー	Yes	Yes	yes	Yes	Yes
R ²	0.54	0.55	0.54	0.55	0.46
N	1004	1004	1004	1004	621

注) a. INDEX の 7 つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の 2 点分を抽出したもの。
 b. INDEX の 7 つの指標のうち、損益計算書の有無、貸借対照表、または財産目録の有無の 2 点分を除いたもの。c. INDEX
 の 7 つの指標のうち、損益計算書の有無のみを抽出したもの。d. INDEX の 7 つの指標のうち、貸借対照表、または財
 産目録の有無のみを抽出したもの。*, **, *** は、それぞれ 10%, 5%, 1% での有意水準を表す。