

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 12 日現在

機関番号：32689

研究種目：若手研究(A)

研究期間：2011～2014

課題番号：23683008

研究課題名(和文) 財務報告に対する経営者の姿勢が企業価値に与える影響に関する実証分析

研究課題名(英文) Empirical research on the effect of managerial faithfulness on financial reporting on enterprise value

研究代表者

大鹿 智基(Oshika, Tomoki)

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号：90329160

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、上場企業の経営者が真摯な態度で経営活動をおこない、その経営活動の結果を財務報告を通じて中立的かつ誠実に開示することが、情報作成者にとっても有意義であるという仮説を、企業価値向上という観点から実証的に確認することであった。

研究期間内に、定時株主総会の活性化が観察された企業、温室効果ガス排出量の少ない企業、さらに人件費の高い企業の企業価値が高いことを明らかにした。すなわち、これらの行動が短期的な利益を減少させる企業行動だとしても、中長期的な業績を反映する企業価値を高める効果があると投資家が認識していることになる。さらに、これらの項目を統合報告において開示すべきであると提案した。

研究成果の概要(英文)：This research project aims to empirically test if the faithful managements of listed companies and the faithful financial reporting of their outcome yield the improvement of their enterprise value.

Within the project period, we conduct several empirical researches. Our empirical results showed that the firms with more active shareholders meetings, lower carbon emissions, and higher employee costs enjoy higher enterprise value. Even though these activities may reduce the earnings of current and/or near-future years, an implication of our results is that the shareholders focuses not on short-term earnings but on medium- and long-term earnings. We also suggested that information on these activities should be disclosed through the IR (Integrated Reporting).

研究分野：企業価値評価論

キーワード：財務報告 統合報告 企業価値 株主総会 温室効果ガス 人的資産

1. 研究開始当初の背景

当時の会計学研究における一つの重要なトピックは、「経営者には恣意的に財務報告を歪める誘因(インセンティブ)がある」ということを前提に、そのような恣意性を如何にして排除するか、または如何にして検出するか、というものであった。その恣意性のインセンティブの一つは、株価の誘導にあるものと思われる。すなわち、経営者は、株価の誘導が可能であると確信を有しているからこそ、財務報告を歪めようとするのであろう。確かに、株式公開の前に利益調整をするという実証結果(Teoh, Welch, and Wong[1998], Stein[1989])がある。また、負債の観点からも、財務制限条項に抵触することを回避するインセンティブを経営者が持つことが確認されている(須田・山本・乙政[2007])。したがって、短期的には利益に恣意性を介入させることは可能かもしれないし、それが経営者の(短期的な)戦略として機能することも否定できない。

株式市場が、過去の経験上、経営者が恣意的な財務報告をおこなうことを前提とし、財務報告数値を割り引いて考える(たとえば、ある状況下で経営者が利益数値を上向きに調整することが株式市場にとって既知であれば、株式市場はそれを下方修正したうえで情報として理解する)ため、結果として経営者は恣意的な財務報告を行わざるを得ない(市場が下方修正する分だけ上向きに調整して報告する必要が生じる)という主張(Stein[1998])は、経営者にさらなる財務報告数値の調整をおこなうインセンティブを与えかねない。しかし、それが繰り返されれば、財務報告そのものに対する信頼性が失われてしまうことは明らかである。「経営者が利益を10%上乘せして公表し、それを株式市場が割り引いて理解する」という状況よりは、「経営者が利益を中立的かつ誠実に公表し、それを株式市場がそのまま理解する」という状況のほうが、情報作成者および情報利用者の負担という点からも、財務報告情報の有用性という点からも、よりよい状態であることは異論がなからう。そこで、経営者の真摯かつ誠実な態度がどのような場面において発現するのか、そのような経営者がどのような財務報告をおこなうのか、そしてそれに対して株式市場がどのような反応を示すのか、を包括的に検証することが、今後の財務報告のあり方について検討するうえで重要であると判断するに至った。

2. 研究の目的

本研究の目的は、上場企業の経営者が真摯な態度で経営活動をおこない、その経営活動の結果を、財務報告を通じて中立的かつ誠実に開示することが、情報利用者にとって有用であることのみならず、情報作成者である企業(経営者)にとっても企業価値の向上という結果をもたらすことを実証的に確認する

ことであった。これにより、原則主義のために経営者の恣意性が財務報告を歪める可能性があることと懸念される国際財務報告基準(IFRS)の下でも、中立的な財務報告が企業にとって有利な選択となることを確認しようとした。また、非財務情報の価値関連性を検証することを通じて、包括的財務報告モデルの議論に具体的な証拠を提示することも本研究の目的であった。

特に、株主総会の活性化、温室効果ガス排出量など、短期的な利益を減少させるものの中長期的な企業価値向上に結びつくような企業行動に対して、株式市場がどのような反応を示すのかを実証的に明らかにすることは重要である。経営者の真摯かつ誠実な態度が中立的な財務報告に反映され、さらに株式市場の好意的な反応につながる事が確認できれば、経営者に中立的な財務報告をおこなうこと(逆に、恣意的な財務報告をおこなわないこと)のインセンティブを与えることができる。

また、株主総会活性化の程度や地球温暖化ガス排出量などの非財務情報が企業価値に影響を与えることが明らかになれば、より包括的な財務報告モデルへの提言にもつながるはずである。本研究課題の研究代表者は、研究開始時点において、非財務情報である情報を財務報告制度の枠組みに取り込もうとする包括的財務報告モデルの検討に参画し(科学研究費補助金・基盤研究(A)・2008~2010年度・連携研究者)、米国SECおよびAICPAの担当者と意見交換する機会を得ていた。どこまでの非財務情報を強制開示の対象にするか、また財務報告モデルが非財務情報と企業価値との具体的な関係性を示す必要があるか否か、など細かい点での相違はあるものの、非財務情報の拡充を推進していくべきという点、および誰かが非財務情報と企業価値との関係性(価値関連性)を確認すべきという点においては、おおむね類似の意見が多かったように感じられた。したがって、本研究課題が検証対象とする非財務情報が、現在利益またはキャッシュ・フローの持続性の代理変数として機能し、企業価値へ影響を与えることが明らかになれば、包括的財務報告モデルの構築へ向けた議論に対する判断材料を提供することにもなると考えた。

3. 研究の方法

(1) 実証分析の実施

本研究では、定時株主総会の活性化、温室効果ガスの排出量、そして従業員への人的支出、という3種類の変数を用いた実証分析をおこなった。

研究開始までの研究成果として、定時株主総会の活性化が観察された企業において、(1)経営者の公表する次年度業績予想の精度が高い(実績値との差異が小さい)こと、(2)その精度の高さが(特に裁量的会計発生項目の利用に依る)実績値の管理に起因す

るものではないこと、さらに(3)他の財務データをコントロールしたうえでの企業価値(株式時価総額)が大きいこと、が明らかになっている(科学研究費補助金・基盤研究(C)・2005~2006年度・研究代表者:久保田安彦大阪大学法学部准教授、および同・若手研究(B)・2005~2006年度・研究代表者:大鹿智基)。本テーマについては、個人投資者へのディスクロージャー手段としての定時株主総会の重要性が必ずしも理論的に明らかになっていないという批判がある。そこで、株式市場全体としてのディスクロージャーの状況を国際比較した Morck et al.(2000)や Jin and Myers(2006)の結果をもとにするとともに、株主構成(特に持ち合い株式)の時系列変化を確認しながら、定時株主総会の重要性に関する根拠付けを補強する。なお、会社法の観点から久保田安彦氏の助言を、また実証分析については Louis Cheng 氏(香港理工大学工商管理大学院教授)のアドバイスを受けた。

また、温室効果ガスに関しては、各企業が公表した温室効果ガス排出量データ、CDP(Carbon Disclosure Project)回答企業データ等を利用し、温室効果ガス排出量の多い企業において、(1)他の財務データをコントロールしたうえでの株式時価総額が小さいこと、および(2)CDP回答企業はその小ささの程度が軽減される(温室効果ガス排出量が多くても株式時価総額がそれほど小さくならない)こと、が明らかになっている(科学研究費補助金・基盤研究(C)・2009~2011年度・研究代表者:阪智香関西学院大学商学部教授)。本テーマについては、温室効果ガス排出量データが企業の持続性(サステナビリティ)に直結するデータであるという意識の下、株式時価総額を直接用いた実証分析をおこなっている。なお、本テーマに関しては、研究協力者として、環境データに関しては阪智香氏の助言を、実証分析については George Wong 氏(香港理工大学工商管理大学院講師)の助言を受けた。

さらに、従業員への人的支出については、本研究期間において新たに検証をおこなった。東洋経済新報社が提供しているCSRデータから、上場企業の平均賃金(全従業員の平均賃金・30歳従業員の平均賃金)データを入力し、平均賃金の高い企業において、生産性(賃金一単位あたりの売上高)、利益率(ROE)、さらに企業価値との関係を明らかにすることを旨とした。

(2) 新たな財務報告モデルへの提言

研究開始時点においては、わが国を含め、世界の多くの国の財務報告基準が国際財務報告基準(IFRS)へ統合する可能性が高まっていた。IFRSでは資産・負債アプローチに基づく公正価値会計、および包括利益を導入することによって、経営者の恣意性が排除されることが謳われているが、資産および負債の

評価に際しては、将来に関する不確実性に対処する必要があり、各パラメータ(たとえば将来キャッシュ・フローや割引率)の推定において経営者の恣意性が介入する恐れを完全に否定することはできない。経営者が中立的なディスクロージャーをおこなうことに対して実証的な見地から株式市場の反応を観察することで、恣意性の排除に向けた方向性を提示することが可能だと考えた。

その後、研究期間中の2013年に統合報告フレームワークが提示された。同フレームワークでは、多様なステークホルダーに関する情報の開示が、財務資本提供者に対して有用であることが謳われている。しかし、フレームワークでは具体的な開示項目が示されているわけではない。そこで、本研究における実証分析に基づいて、開示すべきKPIの提案を目指すこととした。

4. 研究成果

(1) 定時株主総会の活性化

定時株主総会活性化の影響については、株主総会活性化の程度と株式リターンの同調性(いわゆる市場モデルに基づく回帰式における決定係数)の関係について分析し、両者の正の相関を確認した。このことは、株主総会活性化企業においては、その他のディスクロージャーの質も高いこと、およびそのディスクロージャーに対して株式市場が強く反応していることを示唆している。

(2) 温室効果ガス排出量

温室効果ガス削減のための投資の影響については、温室効果ガス排出量の少ない企業の株式時価総額が高いことと、排出量を削減した企業の株式リターンが高いことを確認した。さらに、なぜこのような現象が観察されるかについて、SBSC(Sustainable Balanced Scorecard)の考え方をを用いて経路の推定をおこなった。この分析は、阪智香氏(関西学院大学)および岡照二氏(関西大学)との共同研究の成果である。

(3) 人的支出

人的支出については、上場企業の平均賃金(全従業員の平均賃金・30歳従業員の平均賃金)データを入力し、平均賃金の高い企業において、生産性(賃金一単位あたりの売上高)、利益率(ROE)、さらに企業価値が高いことを観察した。また、賃金引き下げが必ずしも企業価値向上をもたらすわけではないとする分析結果を得た。

(4) 今後の財務報告に対する提案

上記(1)~(3)の分析結果を基に、「財務資本提供者に対して企業価値に関連する非財務情報を提供する」ことを目的とする統合報告において、それぞれの項目をKPIとして開示することが有用である、という提案をおこなった。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 7件)

大鹿智基[2015]「統合報告の方向性とその変遷」『会計』(近刊).

Chika Saka and Tomoki Oshika, "Disclosure Effects, Carbon Emissions and Corporate Value", Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, Vol.5, No.1, pp.22-45, 2014年2月.

Tomoki Oshika, Shoji Oka, and Chika Saka, "Connecting the Environmental Activities of Firms with the Return on Carbon (ROC): Mapping and Empirically Testing a Carbon Sustainability Balanced Scorecard (SBSC)", The Journal of Management Accounting, Japan, Supplement 2, pp.81-97, 2013年12月.

大鹿智基「人的支出と企業価値の関連性 - 賃下げは企業価値向上をもたらすか - 」『早稲田商學』早稲田商學同攻會, 第434号, pp. 289-311, 2013年1月.

大鹿智基「定時株主総会の質とディスクロージャーの質 - 個別株式リターンと市場リターンの同調性による分析 - 」辻正雄編著『報告利益の管理と株式市場の反応』産研シリーズ第47号, 49-59頁, 早稲田大学産業経営研究所, 2012年3月.

阪智香, 大鹿智基「排出量取引制度参加等と企業価値」『会計』第180巻第4号, 121-135頁, 森山書店, 2011年10月.

阪智香, 大鹿智基「CO₂排出量の株価説明力と情報開示の影響」『会計プロGRESS』第12号, 1-12頁, 日本会計研究学会, 2011年9月.

[学会発表](計 5件)

Tomoki Oshika, "Created Value as Sustainability KPIs for Integrated Reporting", Accounting and Control Seminar Series, INSEAD, 2015年3月5日.

大鹿智基「統合報告をめぐる実証研究 - 長寿企業データを用いたパイロット・テストの紹介 - 」日本管理会計学会2014年度第3回フォーラム, 2014年12月6

日.

Chika Saka and Tomoki Oshika, "Disclosure Effects, Carbon Emissions and Corporate Value," American Accounting Association Annual Meeting, 2013年8月.

Chika Saka, Shoji Oka, and Tomoki Oshika, "Why It Pays to Be Green? : An Empirical Investigation of Carbon SBSC," American Accounting Association Annual Meeting 2012, 2012年8月.

Chika Saka and Tomoki Oshika, "Market Valuation of Corporate CO₂ Emissions and CO₂-related Disclosure in Japan," American Accounting Association Annual Meeting 2011, 2011年8月.

6. 研究組織

(1)研究代表者

大鹿 智基 (OSHIKA, Tomoki)

早稲田大学・商学学術院・教授

研究者番号: 90329160