

令和 2 年 6 月 15 日現在

機関番号：22701

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2019

課題番号：16K03992

研究課題名（和文）コーポレートガバナンス・コード関連情報開示による情報効果と企業行動への影響分析

研究課題名（英文）Analysis of information effects and corporate behavior impacts of disclosure of information related to the corporate governance code

研究代表者

中條 祐介（Nakajo, Yusuke）

横浜市立大学・国際商学部・教授

研究者番号：40244503

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究課題は、コーポレートガバナンスに係る情報の効果と企業行動への影響について分析を行っている。研究期間を通じて、日本および米国等の開示規制の動向について分析した。また、コーポレートガバナンスの中心である取締役会について、その多様性と企業価値の関係、特に女性取締役の登用による企業業績および企業価値への効果を検証した。さらに、コーポレートガバナンス・コードの制定により強化された開示事項に焦点を当て、ガバナンス改革と財務会計・報告の新たな役割の模索をするとともに、ガバナンス情報に浸透するNon-GAAP指標に伴う論点の整理と改善方向について考察した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

官邸主導による日本再興戦略の一環として、コーポレートガバナンスの改善が進められている。その取り組みは多岐にわたるが、本研究課題では、女性取締役の登用による効果を分析した。その結果は、企業業績に対する即効性は認められないものの、企業価値には好影響を与えるというものであった。すなわち、投資家は中長期的な視点で企業行動への正の効果を期待していると解釈した。また、コーポレートガバナンスの改善に財務会計・報告が資するためには、従来の情報提供機能に軸をおいた制度設計から、ガバナンスの方針とその成果を判断することのできる報告内容に再構築する必要があることを指摘した。

研究成果の概要（英文）：I analyzed the effect of corporate governance information on corporate behavior in this research project. Throughout the research period, I analyzed trends in disclosure regulations in Japan, the United States and other countries. In addition, I examined the impact of diversity on corporate performance and corporate value, focusing on the appointment of female directors to the Board of Directors, the core of corporate governance. Also, I explored the new role of financial accounting and reporting in contributing to governance reform, focusing on disclosure items strengthened by the adoption of corporate governance codes. Moreover, I discussed the challenges and direction of improvement for non-GAAP indicators that permeate governance information.

研究分野：会計学

キーワード：コーポレートガバナンス 女性取締役 企業価値 非財務情報 開示制度 Non-GAAP指標

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

日本企業の「稼ぐ力」の回復に向けた一環としてコーポレートガバナンスの強化が掲げられ、その実施状況について開示させる仕組みが整えられた。これを実効性のあるものにするためには、実態の把握とその効果の検証、ベストプラクティスの紹介と普及が不可欠であり、この点にアカデミアの果たしうる役割があると考え、コーポレートガバナンス・コードに係る情報開示の包括的な研究として取りまとめたいと考えた。

2. 研究の目的

本研究課題は、わが国におけるコーポレートガバナンス・コードの制定に伴い開示が求められる事項について、実態調査とその開示による情報効果及び企業行動への影響を分析することを目的としている。分析・考察を行う具体的な項目は、1) 当該情報の実態調査、2) 当該情報による効果の検証、3) 当該情報とマネジメント体制の相互作用の検証、4) 当該情報の開示モデルの提示である。本研究を通じて、わが国企業のコーポレートガバナンス・コードに係る開示情報の実態を明らかにするとともに、どのような情報をどのような要素と形式で開示することが有用な情報となるのかを解明する。これらの検証を踏まえ、コーポレートガバナンス情報を含めた今後の企業報告のあり方を提示する。

3. 研究の方法

(1) 現在の研究の進展状況の把握

本研究課題であるコーポレートガバナンス情報の開示に関連する先行研究についてレビューし、検証にあたっての課題抽出と検証仮説の着想を得る。

(2) コーポレートガバナンス情報に関するデータベースの構築

(3) 実態調査、検証の実施

コーポレートガバナンスに関する日本企業の課題や特徴に焦点を当て、開示情報に基づいて日本企業の経営行動を分析する。これらの分析を通じて、日本企業のコーポレートガバナンス関連情報の開示に係る改善提案を行う。

4. 研究成果

(1) 企業情報開示制度における動向と課題

米国では、2011年1月のオバマ大統領による一般教書演説で発表されたStartup Americaに基づき、IPO市場の活性化に向け、新興成長企業(EGCs)の情報開示について、経営者報酬の簡便な開示など、緩和措置をとった。さらに米国証券取引委員会(SEC)は、規則S-Kのみならず規則S-Xやその他の関連する規則も含めて情報開示制度全体について棚卸しを進め、非財務情報全般の開示要件の現代化と簡素化に着手した。一方、わが国では、内閣総理大臣を本部長とする日本経済再生本部の主導の下、「日本再興戦略」が示され、その改訂2014において、日本企業の「稼ぐ力」を取り戻すために、「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進」が明示された。このように、ほぼ同時期に日米ともに政権トップの主導の下、企業情報の開示のあり方が俎上に載せられたことは興味深い。もっとも米国においては簡素化に向けて、わが国においては質の高い対話を志向するという好対照の動きを示したのである。わが国においては、この方針がコーポレートガバナンス・コードの制定に結びついていく。

(2) 取締役会の多様性としての女性の登用

2016年6月2日に公表された「日本再興戦略 2016 第4次産業革命に向けて」においては、女性の活躍促進の一環として、企業の成長性や収益性の向上につながるダイバーシティ経営という方針を明確化するとともに、ダイバーシティ経営を促進する情報提供の在り方を議論することが明記された。そこで、わが国におけるダイバーシティ経営の核をなす女性の登用に焦点を当て、日本企業における多様性の一端を明らかにするとともに、女性の登用と企業価値の関連性を検証した。

内閣府男女共同参画局女性役員情報サイトのデータベースを基に、平成27年12月期～平成28年11月期決算に係る女性役員のデータベースを作成した。3,599社のうち、1,089社(30.26%)で女性役員が登用されているが、業種により差が認められた。電気ガスという公益事業や銀行では女性役員登用会社比率が50%を超えている一方で、建設資材、機械といった業種では20%を割っている。平均女性役員数についても女性役員登用会社比率と同様に、電気ガス(0.78人)、銀行(0.75人)が1位、2位を占める一方で、建設資材、鉄鋼非鉄、機械が下位3業種となっている。しかしながら、いずれの業種でも平均1人未満という状況である。また、平均女性役員比率は、小売り(5.19%)、食品(4.96%)、銀行(4.81%)、医薬品(4.77%)が4.5%を超える上位業種であった。

そこで女性役員の登用が相対的に進んでいる食品、医薬品、小売りに属する企業を対象に、女性役員の登用が企業価値に与える影響を分析した。トーピンのQと女性取締役の登用の水準を

表す変数は統計的に有意な正の値を示しており、先行研究と整合的であった。コントロール変数に関しては、ROA はトービンの Q と正の関係があった(1%水準)。また、外国人持株比率(P_FS0)もトービンの Q との間に正の関係が認められた。一方で、規模を表す変数(LN_Assets)の符号は予想通り負であったが、統計的に有意な水準ではなかった。また、負債比率(LEV)、役員持株比率(P_BD0)はトービンの Q に影響を与えていなかった。企業価値に PBR を用いた場合も、負債比率が有意(1%水準)となった以外は、ほぼトービンの Q を用いた推定と同様であった。以上より、女性の取締役登用は、企業価値に対して正の影響を及ぼすと結論付けた。

(3) ガバナンス改革と財務会計・報告の新たな役割

ガバナンス改革に焦点を当て、改革を通じて財務会計・報告の機能に変化はみられるのか、また課題は何かを考察した。まず、わが国企業が終身雇用制、系列取引、株式持ち合い、メインバンクなどの特徴あるガバナンス・システムにより経営されてきたことを示し、これが1990年前後より、国際化、グローバル化の要請によって変化していく流れを跡付けた。たとえば、1990年の大量保有報告制度、1991年の関連当事者との取引の開示(いわゆる系列情報の開示)は、日米構造協議を通じた、いわゆる外圧による開示強化であった。銀行業に限定されたものではあるが、1998年の大蔵省による自己資本比率による早期是正措置の導入は、バブル崩壊とそれに伴う不良債権への対処が眼目であった。1998年に始まる連結財務諸表を中心とした報告制度への切り替えは、低迷する株式市場に外国人投資家を呼び込むための施策であったし、2003年の有価証券報告書への「コーポレート・ガバナンスの状況」の記載要求や2008年の内部統制報告書の導入は、粉飾決算、虚偽記載など企業不正・会計不正への対処であった。このように、1990年代以降のガバナンス改革は、個々に発生する課題に対し、対症療法的に対応されてきたと整理した。それに対し、今般のガバナンス改革は、日本再興戦略という国家的大方針を実現するための枠組みの中に組み込まれている点に特徴が見てとれる。その枠組みにおいては、企業と機関投資家の建設的な対話の材料として ROE という財務指標が取り入れられ、会計もこの大きなガバナンス改革の一翼を担うこととなった。

今般のガバナンス改革で財務会計・報告に求められている役割は、単なる過去あるいは将来という点の情報だけではなく、方針を示し、具体的な目標を定め、何を実行し、その結果どのような成果に至ったのか、というプロセス全体の情報開示を求めていると捉えた。それゆえ、財務情報だけではなく、非財務情報の積極的な開示が求められていると考えられる。これは従来の財務会計の役割を超えたものであり、財務会計・報告がガバナンス改革に関わっていくとするのであれば、その機能の拡張が求められる。財務会計・報告が企業行動のプロセスの報告に関わり、企業行動の規律づくりに貢献できるとすれば、これはガバナンス支援機能と呼ぶことができるだろう。財務会計・報告がガバナンス支援機能を果たしていくためには、各種方針の妥当性の確認(事前のガバナンス)、その成果の確認(事後のガバナンス)のより良い理解に貢献することが不可欠である。

また、財務会計・報告にガバナンス支援の役割が強く求められるようになる中で、一般に認められた会計原則(GAAP)に準拠しない、Non-GAAP 指標の浸透について指摘した(表1参照)。特に、役員報酬決定スキームと Non-GAAP 指標の関係をとり上げ、GAAP 指標を大きく上回る Non-GAAP 指標を報告している企業の役員報酬は、そうでない企業に比べて多額となっていることを示した(表2参照)。

	(社)	役員報酬算定方針		Non-GAAP指標の利用	
		会計数値の明示	明示なし	あり	なし
IFRS適用企業	190	111	79	35	155
		58.42%	41.58%	18.42%	81.58%
IFRSのみ	120	55	65	18	102
		45.83%	54.17%	15.00%	85.00%
IFRS&225	70	56	14	17	53
		80.00%	20.00%	24.29%	75.71%
日経225	204	170	34	30	174
		83.33%	16.67%	14.71%	85.29%
IFRS&225	70	56	14	17	53
		80.00%	20.00%	24.29%	75.71%
225のみ	134	114	20	13	121
		85.07%	14.93%	9.70%	90.30%
全体	324	225	99	48	276
		69.44%	30.56%	14.81%	85.19%

表1 分析対象企業の役員報酬算定方針と Non-GAAP 指標の利用状況

(n=73)

non-GAAPとの差額	平均値	最小値	25%	中央値	75%	最大値	標準偏差
Low(n=25)	-0.004	-0.025	-0.007	-0.002	0.000	0.001	0.006
Mid(n=23)	0.009	0.003	0.005	0.008	0.014	0.017	0.005
High(n=25)	0.038	0.018	0.025	0.036	0.044	0.077	0.016
1人当たり役員報酬	平均値	最小値	25%	中央値	75%	最大値	標準偏差
Low(n=25)	59.966	23.750	34.438	47.333	90.541	130.000	32.685
Mid(n=23)	54.173	15.900	40.614	53.091	68.050	155.000	28.537
High(n=25)	93.480	16.000	35.667	62.875	119.333	397.600	90.690
産業調整後1人当たり報酬	平均値	最小値	25%	中央値	75%	最大値	標準偏差
Low(n=25)	13.488	-60.793	-5.012	12.613	18.304	95.912	35.761
Mid(n=23)	5.648	-36.919	-8.666	2.830	18.907	135.587	35.084
High(n=25)	57.836	-33.775	1.525	26.175	78.132	347.884	88.737
	non-GAAPとの差額		1人当たり役員報酬		産業調整後1人当たり報酬		
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	
① Low-Midの差	0.000	0.000	0.518	0.910	0.448	0.337	
② Low-Highの差	0.000	0.000	0.089	0.388	0.025	0.082	
③ Mid-Highの差	0.000	0.000	0.053	0.307	0.011	0.009	

*平均値は検定、中央値はWilcoxonの順位と検定、他はp値

表2 Non-GAAP指標とGAAP指標の差異、1人当たり役員報酬額の分布

IFRSへの移行目的を財務情報の国際的な比較可能性を高めることと説明する一方で、役員報酬決定スキームに関してはNon-GAAP指標を採用することの妥当性について問題提起している。また、情報提供機能に軸足を置いた会計基準がガバナンス支援機能と不適合を起こす場合、経営者はNon-GAAP指標を生産するインセンティブを持つ可能性があり、これが拡大すれば会計制度の脆弱性につながりかねない。ガバナンス支援機能に資する会計とは何かを検討する時期に来ているのではないかと問題提起した。

(4) Non-GAAP指標の浸透、改善、そして新たな課題

国際的にNon-GAAP指標の利用が増える中、その浸透の根源的要因を、会計基準を含めた財務報告の複雑化と国際化に求めた。そのうえで、米国、EU、そして日本の特徴的な要因を抽出しようと試みた。米国におけるNon-GAAP指標の浸透は、現行GAAPが新しいビジネスモデルによる業績測定に適合できていないという企業経営者の感覚と複雑化した会計基準による財務報告に対する一般投資家の理解可能性を支援するためというコンテキストで捉えた。また、EUのコンテキストは、IFRSへの移行という国際化の中で、国内法により強制された報告様式から相対的に自由度の高いIFRSによる報告制度への転換によるところが大きく、自由裁量の拡大の中でAPM、すなわちNon-GAAP指標が浸透していったと考察した。そして日本においては、米国で生じた要素とEUで生じた要素の2つが、特にIFRS適用企業においては混在しているとらえた。さらに、これらに加えて利害調整機能という側面からもNon-GAAP指標が使用され始めているという点に日本のコンテキストの特徴を見出すことができると指摘した。もちろん、上記で述べた米国、EUそして日本のコンテキストの主たる要素は、3極それぞれにおいて排他的に作用しているわけではないことに注意してほしい。

Non-GAAP指標をめぐる、制度や研究面で新たな動きが見られることに注目しておく必要がある。まず制度面では、IASBが2019年12月に「公開草案 全般的な表示及び開示」を公表した。その第60項(a)では、「すべての企業が純損益計算書において営業損益についての小計を表示する」ことが提案されている。その理由は、「企業間の比較可能性を高めること」(BC53)に求められている。また、「経営者業績指標」の定義を導入し、それらを単一の注記において開示する提案もなされている。この開示の目的は、「(a)財務諸表の外での一般とのコミュニケーションにおいて使用されている。(b)IFRS基準で定められている合計又は小計を補完するものである。(c)財務諸表利用者に企業の財務業績の一側面についての経営者の見方を伝えるものである。」とされている。

次に研究面では、コーポレートガバナンスとの関係で、Guest, Kothari, and Pozen [2019]が2010年から2015年までのS&P 500企業のGAAPおよびNon-GAAP利益とCEO報酬を分析し、(1)Non-GAAP利益はGAAP利益を大きく上回っていること、(2)Non-GAAP利益がCEOへの報酬と有意な正の関連があること、(3)Non-GAAP利益で大幅なプラスの調整を行っている企業のCEOには平均190万ドルの超過報酬が支払われていること、(4)巨額のプラス調整をしたNon-GAAP利益を報告した企業では、同期の投資収益率が低く、将来の業績が大きく低下していることを報告している。このような実態を踏まえ、Kothari(2019)は、「経営者報酬がGAAPによる業績と一致しないため、コーポレートガバナンス面で問題となる」と指摘している。中條[2020、雑誌論文]においても、GAAP指標とNon-GAAP指標の差が大きいグループ(High)においては、そうでないグループ(LowやMid)に比べて、多めの報酬を受け取っていることを報告している。

投資家に対し、企業経営者の考えるコア業績を提供するという目的でNon-GAAP指標は登場してきた。企業経営者の真の意図は、自己の利益を最大化するための機会主義的なものであったか

もしれないし、あるいは投資家の意思決定に有用な情報を提供しようとする情報提供的な観点によるものであったかもしれない。その真の意図はさておき、当初は野放図な開示が横行していたことは事実である。このような実務に対して米国やEUでは規則やガイドラインの設定により、有用性を高め、情報提供機能が作用するよう努力がなされてきた。規制機関や基準設定機関においても、適切に使用されるのであれば、その有用性については一定の評価が与えられるようになった。それに対して、利害調整面での Non-GAAP 指標の利用については、対策が遅れているように思われる。Non-GAAP 指標が健全なコーポレートガバナンスの支援という役割を果たすためには、利害調整機能という面からも検討を加える時期に来ていると指摘した。

<引用文献>

Guest, N., S.P. Kothari, and R. Pozen (2019), “High Non-GAAP Earnings Predict Abnormally High CEO Pay,” Working Paper.

Kothari, S. P. (2019) “Accounting Information in Corporate Governance: Implications for Standard Setting,” *The Accounting Review*, pp. 357-361.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 中條祐介	4. 巻 77
2. 論文標題 取締役会の多様性と企業価値との関係 - 女性取締役の登用を中心に -	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 産業経理	6. 最初と最後の頁 72～83
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 中條 祐介	4. 巻 68
2. 論文標題 米国における開示規制改革：全体最適と部分最適の相克	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 4～5
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 中條 祐介	4. 巻 68
2. 論文標題 わが国開示制度改革の展望	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 4～5
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 中條 祐介	4. 巻 2019年度第1・2合併号
2. 論文標題 ガバナンス改革と財務会計・報告の新たな役割	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 国際会計研究学会年報	6. 最初と最後の頁 1-14
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 中條祐介
2. 発表標題 日本企業の中期経営計画とその特性
3. 学会等名 アカウンティングワークショップ21
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 中條祐介
2. 発表標題 ガバナンス改革と財務会計・報告の役割
3. 学会等名 国際会計研究学会
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 河崎照行	4. 発行年 2020年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 520
3. 書名 会計研究の挑戦 - 理論と制度の「知」の融合-	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考