

令和 5 年 6 月 9 日現在

機関番号：12608

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2022

課題番号：17K01247

研究課題名（和文）コーポレートガバナンス・コードの導入効果に関する実証研究

研究課題名（英文）Empirical study on the effect of corporate governance code

研究代表者

永田 京子（Nagata, Kyoko）

東京工業大学・工学院・准教授

研究者番号：10345366

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の大きな成果の一つは、CSRと企業価値の関係にガバナンス・コードが与えた影響を他のアジア諸国との比較検証により明らかにした点である。日本企業のCSRは企業価値に正の影響を与えるものの他のアジア諸国と比較して、影響が小さいものである一方、日本のガバナンス・コードの改訂は他の中所得国、低所得国とは異なり、CSRと企業価値の関係に有意に正の影響を与えること、外国人投資家はCSRを通じた企業価値の創造に寄与することも明らかとなった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

コーポレートガバナンスをめぐる研究は世界各国で進められているが、データ制約により、実際にガバナンスがどのように企業行動を変化させ、その結果として価値の向上につながるのか、具体的な経路や因果関係に関する実証的な証拠は限定的である。本研究は、コーポレートガバナンス・コードの導入を準実験の機会として使用することで、データ制約を克服し、世界各国で研究が進められているコーポレートガバナンスが企業価値に与える影響の解明に直接的に貢献するとともに、わが国経済の持続的な成長の実現に向けた施策に対するインプリケーションを有する。

研究成果の概要（英文）：This study found that Japanese firms' CSR has a smaller positive effect on firm value compared to the middle-income countries in Asia, but also found that only Japanese corporate governance code revisions significantly contribute to the positive relationship between CSR and firm value. In addition, this study revealed that foreign shareholders matter to the value creation of CSR in Japan and the middle-income Asian countries.

研究分野：コーポレートガバナンス

キーワード：コーポレートガバナンス CGコード CSR

1. 研究開始当初の背景

一般に、コーポレートガバナンスの向上によって企業価値が上昇すると考えられる一方、これまでのところ、実際にガバナンスがどのように企業行動を変化させ、その結果として価値の向上につながるのか、具体的な経路や因果関係に関する実証的な証拠は限定的である。その理由のひとつは、そもそもコーポレートガバナンスは何らかの外生的なショックが生じない限り数年程度の期間では大きく変化しないため、ガバナンスの質と企業価値の間に相関関係が確認されても、ガバナンスが企業価値の向上をもたらすという因果関係まで立証することは難しいことにある。このため、ガバナンス研究の世界的な潮流として、ガバナンス環境が大きく変化するイベントを準実験の機会として利用する研究手法が注目を集めている。

本研究を開始した当初は、ちょうど日本企業のガバナンス構造に大きな変化を与えると考えられるコーポレートガバナンス・コード(以下、ガバナンス・コード)の導入という、外生的なイベントから約1年が経過したところであり、ガバナンスの変化がもたらす影響を実証的に検証する絶好のタイミングであった。また、当時の東京証券取引所第一部及び第二部上場企業(以下、東証一部及び二部上場企業)に関しては、日本取引所グループの集計結果が公表され、大まかな実施状況が明らかになりつつある一方、マザーズおよびJASDAQ上場企業についてはそうした資料も整備されておらず、これらの企業に関しては、ガバナンス・コードの実施の状況自体も不明であった。さらに、実施状況が徐々に把握されるようになった東証一部及び二部上場企業に関しても、ガバナンス原則の実施が、コーポレートガバナンス改革の本来の目的である日本企業の持続的な成長、ならびに企業価値の向上につながる具体的な変化をもたらしているか、といったガバナンス・コードの実質的な効果に関しては検証が待たれる状況にあった。たとえば、社外取締役の選任数が増加するなどといった一定の変化は確認されるものの、こうした定量的な数値目標の充足が、表面的な変化に過ぎないのか、それとも実際にガバナンスの「質」を向上させる効果があるのか、ガバナンス・コード導入の「実質的」な成果(outcome)の検証が必要とされていた。

2. 研究の目的

上述のような状況を受け、本研究は、2015年6月にわが国にガバナンス・コードを導入というガバナンスの改善が期待される外生的なイベントを準実験の機会として利用し、コーポレートガバナンスの実質的な影響を実証的に解明することを目的とする。本研究は世界各国で研究が進められているコーポレートガバナンスが企業価値に与える影響の解明に直接的に貢献するとともに、わが国の経済の持続的な成長の実現に向けた施策に対するインプリケーションを得ることを目指す。

3. 研究の方法

ガバナンス・コードの導入による実質的な成果を図る指標として、本研究では、主に企業

の社会的責任(Corporate Social Responsibility:以下, CSR)の遂行, および適時な情報開示の実現を取り上げる。企業価値の向上につながると期待されるガバナンスがもたらす成果はこの他にも存在するが, 本研究では主に次の理由から, この 2 つに焦点を当てる。まず, ガバナンス・コードの導入時点, 及びその後の改訂において, 環境や社会的責任などの非財務情報の開示の改善を促進が強く求められているためである。また, これまで自ら行った研究において, コーポレートガバナンスが(1)CSR のパフォーマンスと企業価値の関わりに影響すること, (2) 情報開示の質と関連性をもつこと等の知見を得ており, CSR をめぐるエージェンシー問題の解決にコーポレートガバナンスが大きな役割を果たすと期待されるためである。本研究は, 適切なCSR の遂行と適時な情報開示の実現という2つの実質的な成果について, ガバナンス・コードの適用開始の前後で比較を行うことにより, ガバナンス・コードの導入効果を検証する。

4. 研究成果

本研究の大きな成果の一は, CSR と企業価値の関わりにガバナンス・コードが与えた影響を分析した結果を, “Corporate Social Responsibility, Firm Value and Corporate Governance Code Revisions: The Asian Evidence” として, 権威ある査読付き国際ジャーナルに刊行したことである。当論文では, 日本のガバナンス・コードだけでなく, 他のアジア諸国をサンプルに加えて, 中所得国, 低所得国のガバナンス・コードの改訂がCSR に与える影響及びCSR が企業価値に与える影響の比較分析を行った。その結果, 日本企業のCSR は企業価値に正の影響を与えるものの他のアジア諸国と比較して, 影響が小さいものであることが確認された。その一方で, 日本のガバナンス・コードの改訂は他の中所得国, 低所得国とは異なり, CSR と企業価値の関わりに有意に正の影響を与えること, 外国人投資家は日本と中所得国においてCSR を通じた企業価値の創造に寄与することも明らかとなった。

また, ワーキングペーパーの段階であるが, 一部のガバナンス原則のみの適用が求められている当時のJASDAQ 上場企業及びMOTHERS 上場企業をサンプルとした分析では, より設立からの日が浅く, 企業規模も小さいMOTHERS 上場企業において, 要求されている以上のガバナンス原則に自発的にコンプライする傾向があることが判明した。これはリソースの限られる中小企業は制度の抜け穴を利用し, より低次のガバナンスを維持する傾向があるという海外の既存研究とは逆の興味深い結果である。本検証結果は, 今後引き続き慎重に追加検証を行い, 頑健性のチェックを行う必要があるが, データ制約から世界的に研究が遅れている, 中・小規模企業のコーポレートガバナンスの国際比較という点で少なからず貢献できるものと期待される。なお, 適時な情報開示の実現に関する分析では, これまでのところ, 統計的に有意な分析結果が得られておらず, ガバナンス・コードの実施がディスクロージャーにもたらす成果に関しては引き続き検証が必要である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Chai Aun Ooi, Chee Woon Hooy, Kyoko Nagata	4. 巻 35
2. 論文標題 Corporate Social Responsibility, Firm Value and Corporate Governance Code Revisions: The Asian Evidence	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Asian Economic Journal	6. 最初と最後の頁 27-56
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1111/asej.12227	査読の有無 有
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 該当する

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 1件/うち国際学会 2件）

1. 発表者名 永田京子
2. 発表標題 IFRS適用をめぐる財務諸表作成者側の視点
3. 学会等名 日本会計研究学会関東部会（招待講演）
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Taeko Yastake, Kyoko Nagata
2. 発表標題 A good way to attract individual retail investors?: Field evidence on shareholder perks program in Japan
3. 学会等名 JFA-PBFJ Special Issue Conference（国際学会）
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Gray, S.J., K.Nagata, M. Nakamura, C. Ozu
2. 発表標題 Voluntary adoption of IFRS: What motivates Japanese firms to voluntarily adopt IFRS?
3. 学会等名 8th International Workshop on Accounting & Regulation（国際学会）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 松尾 法哉, 永田 京子
2. 発表標題 IPOにおける発行市場の株価形成と初値
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔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

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関