

令和 6 年 6 月 20 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01649

研究課題名(和文)日本の上場企業における最高財務責任者の属性と経営への影響

研究課題名(英文)Impact of Chief Financial Officers (CFOs) in Japanese Firms

研究代表者

篠沢 義勝 (SHINOZAWA, Yoshikatsu)

一橋大学・大学院経営管理研究科・教授

研究者番号：10897648

交付決定額(研究期間全体):(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文):本研究は、日本の非金融セクターの全上場企業を対象に、最高財務責任者(CFO)の有無が企業の経営指標に与える影響を、2017年から2021年のデータを用いて実証的に統計分析を行った。主な成果は以下の三点である。第一に、CFOを有する企業の特徴を明らかにした。第二に、CFOの存在が株式市場関連の収益率に正の影響を与える一方、総資産利益率や自己資本利益率などの財務諸表関連の収益率には有意な影響を与えないことを示した。第三の成果は、査読付きの内外の学会で発表を行ったことである。発表した学会での研究者達との質疑応答は、次の段階である国際的な学術誌への投稿に向けて貴重な試金石となった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

CFOの役職自体が日本企業に浸透していないことを背景に、黎明期にある日本のCFO研究分野での本研究の学術的な意義とは、先行研究と異なり多量の経営データで統計的手法を用いて日本のCFOを持つ企業の特徴やCFOの影響について実証分析を行ったこと、そして査読付きの国際学術学会で「日本発の数少ないCFO研究」として発表したことである。

また経営実務の視点からの本研究の研究意義は、CFO職位設置に代表される「米英型経営手法」の日本企業への導入に関して貴重な実証的な洞察を示唆した点であろう。

研究成果の概要(英文):The study conducted an empirical statistical analysis of the impact of the presence or absence of a chief financial officer (CFO) on corporate management indicators for all listed companies in the non-financial sector in Japan, using data from 2017 to 2021. The three main achievements of the study are as follows. First, the characteristics of companies with CFOs were identified. Second, the study showed that the presence of a CFO has a positive impact on stock market-related rates of return, while it has no significant impact on financial statement-related rates of return, such as return on total assets and return on equity. The third result is that the study was presented at peer-reviewed national and international conferences. The question-and-answer sessions with the researchers at the conferences where the paper was presented were valuable touchstones for the next stage of the project: submission to an international journal.

研究分野：経営学

キーワード：最高財務責任者 実証研究 回帰分析 制度理論

## 様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 2000年代に入り、日本企業を取り巻く環境が国際化する中で、外国人株主の影響力増大や取引先の多国籍化から、企業自体も国際的な対応を求められるようになった。こうした変化を受けて、2003年の会社法改正により米英流のコーポレートガバナンス制度の導入が認められ、財務戦略で価値創出を目指して最高財務責任者(Chief Financial Officer, 以下 CFO と記す)の役職を設ける企業が現れ始めた。さらに経済産業省も2003年から FASS 検定の導入など経理・財務人材育成に取り組んだ。その結果、CFO を置く日本企業は増加していった。しかし、上場企業のデータを見ると依然として CFO の役職を置く企業は上場企業数の半数にも満たない状況にあった。(2) 学術研究面での背景は、米国を中心に1980年代半ばより CFO の重要性が高まり、それに伴って CFO を研究対象とした国際的な論文も経営学を中心に幅広い分野で多数発表されていた。例えば、社会・歴史学の観点から Zorn(2004)が1960年代から2000年代までの CFO の役割変遷を論じている。また、Chacar et al.(2019)は58の主要経営学術誌で CFO が取り上げられた200以上の論文を分析し、CFO の役割、性別、報酬、就任・退任などが代表的研究テーマであると論じている。一方、日本では CFO の役職が比較的新しいため、CFO に関する学術研究は研究開始当初では少なかった。例外的には、日本企業の長期的業績不振から CFO 研究の出発点を示唆して伊藤レポート(2014)や、池側(2019)がアンケート調査から CFO の実態を明らかにした研究があった。

### 2. 研究の目的

わが国の上場企業(金融サービス業を除く)における CFO について、統計手法によるデータ分析を行い、実証研究を実施することが本研究の目的である。具体的な目的は、(1) CFO という役職を置いている企業の特性を、CFO を置いていない企業との比較することで、明らかにする、(2) CFO を有する企業と有しない企業の経営成績を比較することの2点である。

### 3. 研究の方法

本研究の方法は(1段階)まず先行研究を分析し、そこで取り上げられている関連理論から仮説を導出する、(2段階)続いて実際の企業データを用いて、先行研究より導出された仮説を検証することである。(2段階)での実証的な検証を遂行するにあたっては、次の4過程を経て結論に至る。(1)我が国の上場企業役員データベースから CFO を有する企業を抽出し、上場企業のなかで CFO を置く企業(with グループ)と置かない企業(without グループ)の2郡に分ける。(2)2つに分けたグループに属する個別企業の財務指標や経営指標を各種の企業データベース(日本経済新聞社、東洋経済新報社、QUICK Workstation Astra Manager など)から収集する。(3)様々な経営・財務指標について2つのグループを比較し、統計的に優位な差があるか、ロジット回帰分析の手法で統計分析する。(4)上記と同様に収益面で2つのグルー

プに統計的な差があるかについて、一般化モーメント法 (Generalised Method of Moments, 略して GMM) により統計的な検証を行う。ここであげた収益性とは、財務諸表から計算される「総資本利益率 (ROA, Return on Assets)」と「自己資本利益率 (ROE, Return on Equity)」、そして株価を考慮した株式収益率とトービンの Q を用いた。

#### 4. 研究成果

- (1) 仮説の導出：本研究では、制度的あるいは組織な論理に基づいて、CF0 役の登用を促す要因として、(i)外国人株主の株式保有率、独立取締役の比率、女性取締役の比率、海外売上比率、負債比率、英語での情報開示の有無と比例関係にあり、(ii)株式持合い比率、銀行による株式保有率、支配株主や少数株主の持株比率、企業の創業年数と取締役年齢とは CF0 登用に反比例の関係、すなわち CF0 登用の阻害要因となる、という仮説を立てた。また CF0 の収益性への影響に関しては、負の影響があるという仮説を立てた。
- (2) 統計的な手法での仮説検証の前段階として、CF0 の有無を調べた結果をまとめたのが次の表である。(サンプルとしての企業群には銀行など金融サービス業を含まない。)

サンプル数/年	2017	2018	2019	2020	2021	合計
企業数 (合計)	1780	1780	1780	1780	1780	8900
CF0 を置かない企業	1604	1596	1610	1585	1562	7957
CF0 を置く企業	176	184	170	195	218	943

この表より (a) サンプル企業数の 10% 程度の企業に CF0 がおり、(b) 年々 CF0 という役職を置く企業は増えているものの、(c) 増加率はかなり緩やかであることが分かった。

(3) 仮説検証 (1) CF0 を置く企業の特徴については、次の表にロジット回帰分析による仮説検定の結果をまとめた。主な結果として仮説が統計的に優位に立証された変数を挙げると、まず CF0 登用促進要因 (決定係数が正の説明変数、すなわち CF0 の存在と正比例の関係にある説明変数) として影響の度合いが大きいものから順に、英語による情報開示、子会社数、独立取締役の比率、負債比率、海外売上率などである。反対に CF0 登用の阻害要因 (決定係数が負の説明変数、CF0 の存在と半比例する説明変数) では、株式持合率、取締役員の平均年齢、そしてメインバンクによる株式保有率である。

変数	係数	オッズ比	マージン	変数	係数	オッズ比	マージン	変数	係数	オッズ比	マージン
外国人株主 (%)	-0.06 (-0.915)	0.942 (-0.062)	-0.005 (-0.005)	女性取締役 比率 (%)	0.016* (-1.795)	1.016* (-0.009)	0.001* (-0.001)	会社の創業 年数	-0.379** (-2.572)	0.684** (-0.101)	-0.030** (-0.013)
持合株比率 (%)	-0.033*** (-3.568)	0.968*** (-0.009)	-0.003*** (-0.001)	取締役員の 平均年齢	-0.057*** (-2.792)	0.945*** (-0.019)	-0.005*** (-0.001)	上場からの 年数	0.004 (-0.741)	1.004 (-0.005)	0 0
メインバン ク株式保有 (%)	-0.145*** (-3.282)	0.865*** (-0.038)	-0.012*** (-0.004)	英語での広 報・開示	0.771*** (-5.274)	2.162*** (-0.316)	0.061*** (-0.013)	負債比率 (%)	0.021*** (-3.597)	1.021*** (-0.006)	0.002*** 0
支配株主の 持株 (%)	0.002 (-0.629)	1.002 (-0.004)	0 0	外国売上高 (%)	0.015*** (-4.431)	1.015*** (-0.003)	0.001*** (-0.001)	キャッシュ フロー (%)	0.009 (-1.315)	1.009 (-0.007)	0.001 (-0.001)
少数株主の 持株 (%)	-0.014 (-1.466)	0.986 (-0.010)	-0.001 (-0.001)	総売上高 (百万円)	-0.062 (-1.007)	0.94 (-0.058)	-0.005 (-0.005)	社外取締役 比率 (%)	0.023*** (-3.404)	1.023*** (-0.007)	0.002*** (-0.001)
子会社の数	0.240*** (-2.577)	1.271*** (-0.118)	0.019*** (-0.007)	*** は1%水準で有意、** は5%水準で有意、* は10%水準で有意。 Pseudo R2 = 0.187 Prob > chi2 = 0 ( ) はP 値							

(4) 仮説検証(II) GMMによるCF0の収益性への影響に関する検証結果を簡潔にまとめれば、CF0の存在は、株価を考慮した収益指標(株価収益率)あるいは市場の企業価値評価(トービンのQ)には正の影響があること、反対に財務諸表の数値に基づく収益性指標であるROEとROAは、ともにCF0の存在の有無に影響されないということである。

(5) まとめ: 仮説検証(I)の結果より、特にCF0を置く企業の目立った特徴として、英語での情報開示が判明した。これはCF0を置く企業が、株主との対話を意識した経営を行っているというひとつの証であり、これがCF0設置企業に対しての株主による好評価へとつながり、株式収益率やトービンのQの収益指標向上へ至ることを示唆している。同時に仮説検証(II)では、CF0の存在が直ちにROEやROAといった収益率の向上に貢献しないことも分かった。すなわち財務最高責任者という役職の設置だけでは、利益額と資産規模を考慮した収益率指標の改善には結びつかないという企業経営の難しさを示す厳しい現実である。

-	ROE	ROA	Tobin's Q	株式収益率(年)
前期被説明変数	0.459***	0.809***	0.343***	0.059***
標準誤差	-0.088	-0.069	-0.058	-0.02
CF0ダミー変数	-1.359	0.369	0.169**	16.048**
標準誤差	-1.454	-0.635	-0.088	-8.933

## 引用文献

Zorn, D. M. (2004). Here a chief, there a chief: The rise of the CFO in the American firm. *American sociological review*, 69(3), 345-364.

Chacar, A. S., Heavey, A. L., Jones, D. R., Ozgen, S., & Sim, D. (2019, July). The rise of the CFO from humble origins to a CEO partner and foe. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2019, No. 1, p. 19659). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.

伊藤邦雄. (2014). 『持続的成長への競争力とインセンティブ 企業と投資家の望ましい関係構築』プロジェクト (伊藤レポート) 『最終報告書』. プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書, 経済産業省. (2024年6月9日閲覧確認)

池側千絵. (2019). CFO と経理財務部門が主管・関与する管理会計機能と営業利益率との関係性について. *プロフェッショナル会計学研究年報*, 12, 35-52.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計3件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 2件）

1. 発表者名 篠沢義勝
2. 発表標題 Counting Or Growing the Beans: Appointment and strategic impact of Chief Financial Officers (CFOs) in Japanese firms
3. 学会等名 日本金融学会
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 篠沢義勝
2. 発表標題 Counting Or Growing the Beans: The presence and strategic impact of Chief Financial Officers (CFOs) in Japanese firms
3. 学会等名 Asian Finance Association Meeting 2023 (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 篠沢義勝
2. 発表標題 Counting Or Growing the Beans: The impact of Chief Financial Officers (CFOs) in Japanese firms
3. 学会等名 17th International Conference of the European Association of Japanese Studies (国際学会)
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

英国Loughborough University のChizema教授(Amon Chizema)との共著で、未投稿の論文(Working Paper)として「Counting Or Growing the Beans: The presence and impact of Chief Financial Officers (CFOs) in Japanese firms」(仮題)がある。先にあげた3つの査読付き学会発表での質疑応答を考慮しながら、この研究論文を修正加筆中であり、できるだけ早い時期に国際的評価の高い学術誌への投稿を予定している。

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		
英国	Loughborough University		