

# 研究所 レポート

■ 第10回プロネクサス懸賞論文優秀賞

「取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言」

■ 第10回プロネクサス懸賞論文佳作

「のれんの規則的償却の是非に関する提言  
—会計基準のリアル・エフェクトの観点から—」

「株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の  
情報反映度を高めるか？—株主総会開催タイミングと株主総会招集通  
知のデザインに対する提言—」

「統合報告書の開示実態調査

—ガイドラインとCSR・サステナビリティ情報に焦点を当てて—」

■ 2018年 研究所活動記録

PRONEXUS

PFDI

PRONEXUS FINANCIAL DISCLOSURE INSTITUTE

はじめに .....	1
第10回プロネクサス懸賞論文	
審査委員会委員長講評 .....	3
優秀賞受賞論文	
「取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言」 遠山 幸世（一橋大学商学部 4年） 濱崎 加奈子（一橋大学商学部 4年） .....	6
佳作受賞論文	
「のれんの規則的償却の是非に関する提言 —会計基準のリアル・エフェクトの観点から—」 天野 良明（京都大学大学院 経済学研究科） .....	19
「株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の情報反映度を高めるか？ —株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン に対する提言—」 黒崎 菜緒（北九州市立大学経済学部 3年） 小野 晶絵（北九州市立大学経済学部 3年） .....	30
「統合報告書の開示実態調査 —ガイドラインとCSR・サステナビリティ情報に焦点を当てて—」 小関 安伸（東北学院大学経営学部 4年） 佐々木 美穂（東北学院大学経営学部 4年） .....	40
表彰式開催模様 .....	56
第11回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ .....	57
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告 .....	60
2018年 研究所活動記録 .....	65

## はじめに

プロネクサス総合研究所は、「企業ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を行い、その研究成果等を社会に還元することにより、資本市場の発展に貢献する」ことを目的として、2006年10月1日に開設いたしました。その後2007年3月29日に常設の研究会として「ディスクロージャー基本問題研究会」を設置することにより、その活動を本格化させました。当研究所は、本目的の趣旨に基づき、大変お忙しい中、研究所顧問及び研究会委員の方々をはじめ多くの関係者の皆様に、多大なご支援とご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

2018年における当研究所の活動としましては、「ディスクロージャー基本問題研究会」を5回（累計では67回）開催いたしました。また「ディスクロージャー研究会議」を2回開催いたしました。1回目は、有限責任あずさ監査法人 パートナーの関口 智和氏を講師に招き「監査報告書の透明化」をテーマに開催しました。2回目は、一橋大学大学院経営管理研究科 准教授の円谷 昭一氏を講師に招き「取締役報酬の日米比較の真実」をテーマに開催しました。

その他に、当社のCSR活動の一環として、若手研究者の支援等を目指し、今回第10回目となる「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行い、2018年12月に受賞作品として優秀賞1本、佳作3本、あわせて4本を決定し公表しました。引き続き、当研究所の2018年の1年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究所レポート」第13号として発行することといたしました。

当研究所といたしましては、今後も、ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究に係る活動状況を、「研究所レポート」として逐次刊行することにしております。

2019年3月  
プロネクサス総合研究所  
理事長 水沼 久雄

## 「第10回プロネクサス懸賞論文」

優秀賞1作品、佳作3作品が受賞。

株式会社プロネクサスは2009年5月から、CSR活動の一環として「プロネクサス懸賞論文」の募集を開始し、2018年にその第10回目を実施しました。当懸賞論文は、当社が企業のディスクロージャー・IRにおける実務サポートを提供する専門企業であり、事業そのものが資本市場と密接に関わる重要な社会的責任を負っていることから、資本市場の健全な発展に寄与することを目指して実施しております。

当年度は、「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究お

よび提案」というテーマに対して、14件の論文の応募があり、優秀賞1本、佳作3本の論文を選定しました。

「プロネクサス懸賞論文」募集も今回で第10回目となりました。懸賞論文を募集する趣旨の一つに若い研究者や学生の研究の支援があります。来年度も同じテーマで第11回目の募集をすることになっていきますので、今回の優秀賞受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待いたします。

### 【審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 1本

遠山 幸世（とおやま さちよ）（一橋大学 商学部4年）

濱崎 加奈子（はまさき かなこ）（一橋大学 商学部4年）

「取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言」

佳作 3本

天野 良明（あまの よしあき）（京都大学大学院 経済学研究科）

「のれんの規則的償却の是非に関する提言

—会計基準のリアル・エフェクトの観点から—」

黒崎 菜緒（くろさき なお）（北九州市立大学 経済学部3年）

小野 晶絵（おの あきえ）（北九州市立大学 経済学部3年）

「株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の情報反映度を高めるか？

—株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザインに対する提言—」

小関 安伸（こせき やすのぶ）（東北学院大学 経営学部4年）

佐々木 美穂（ささき みほ）（東北学院大学 経営学部4年）

「統合報告書の開示実態調査

—ガイドラインとCSR・サステナビリティ情報に焦点を当てて—」

## 第10回プロネクサス懸賞論文 審査委員会委員長講評

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案(但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法の工夫を提案することも可とする)」というテーマに対して14件の論文の応募があり、審査委員会は、厳正かつ多面的に検討を行い、優秀賞1本、佳作3本の論文を選定した。審査委員会で各委員から出された意見等を紹介しつつ、審査委員会を代表して講評を行う。

優秀賞は、遠山幸世氏と濱崎加奈子氏の共著「取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言」である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。本論文の目的は、取締役のスキル多様性に焦点を当て、その開示状況について日本企業の開示実態を米国企業のそれと比較して、日本企業のスキル多様性のあり方や開示方法について改善案を提言することである。著者たちの分析方法は、まず日本企業について社外取締役を3名以上有する上場企業1180社を対象に、プロネクサスのeolを用いて株主招集通知を全数閲覧調査した。一方、米国企業については調査1として、ダウ30企業、東洋経済新報社の米国会社四季報2018年春夏号において掲載されていた「注目101社」、Nasdaq抽出企業405社を対象に、総会議案書及びアニュアルレポートに取締役のスキルに関する記載が有るか否かを調査した。次に、調査2として、ダウ30企業の中で取締役スキルの開示のある企業を対象に、その開示の具体的内容を調査した。これらの結果得られた知見は以下の通りである。

第1に、日本企業について、スキルマトリクスと呼ばれる形式を用いて取締役スキルの開示を行う企業は8社にとどまり、そのうちの3社は社外取締役のみに開示が限定されている。

第2に、米国企業の調査1からは、①新興企業(=Nasdaq)の開示比率は6.8%であり、大企業(ダウ30企業が83.3%、注目101社が67.3%)と比較して、取締役のスキルに関する開示はほとんど行われていない。②米国企業ではすべてのカテゴリーに共通して、取締役スキルの開示は総会議案書が主流であり、アニュアルレポートによる開示はごくわずかである。③開示形式は、「合計形式」、「表形式」、「個別プロフィール形式」、「委員会形式」に大きく4分類でき、どの開示方法も取締役スキルを視覚的に分かりやすく記載していると言える。

第3に、調査2に関して、①取締役のスキル項目

は各社で数、種類ともに多様である。②所属業種によって採用するスキル項目は異なっているが、ダウ30企業のうちの開示25社のスキル保持者割合平均で、財務・会計(70.8%)、技術(49.7%)、経営経験(85.5%)、国際経験(74.9%)、法務・リスク管理(73.7%)の5つがスキル項目の上位であった。

これらの実態の分析から、日本において、①取締役スキルの適切な開示、②過去に経営経験のある顧問・相談役や外国人を社外取締役として起用、③社内、社外取締役ともに平等にスキルを開示することの3点を提言した。

本論文に対する意見を紹介する。本研究は、コーポレート・ガバナンスが重視される現在において、新たな情報開示分野としての視点を提供するものであり高く評価できる。また、米国の状況をかなり詳細に分析した労作で、それに基づく提言は説得力がある。さらに、スキルマトリクスの開示を促す提言も、大いに参考になると思われる。一方、日本企業の場合、取締役や監査役の経歴の開示は有価証券報告書で行われており、一定のスキル項目の保有の分析は可能と思われる、という示唆があった。

佳作の第1は、天野良明氏の「のれんの規則的償却の是非に関する提言—会計基準のリアル・エフェクトの観点から—」である。本論文の目的は、IFRS及び米国基準がのれんの規則的償却を行わず減損テストによる減損損失計上基準を採用しているのに対し、日本の会計基準がのれんの規則的償却処理を続けている点に着目し、会計基準(測定及び開示)が企業の実体的な意思決定に重大な影響を及ぼす(これを「会計基準のリアル・エフェクト」という)と想定して、規則的償却の有無に関する是非を論じていることである。得られた主な知見は、規則的償却の廃止によってM&Aの増加効果とM&Aのパフォーマンスの低下があり、短期的には経営者の近視眼的行動を抑止する効果から、日本の償却処理基準は適切とする。なお、長期的には日本企業のM&Aが進み、資産に占めるのれん金額が大きくなったり、のれんの価値の推定精度が上昇したり、ガバナンス制度が有効に機能するようになった場合には、非償却処理の方が適切になるかもしれないと結論している点はユニークである。

この論文に対する意見は以下の通りである。本研究の課題設定はタイムリーであり、理論に加え事例を用いて問題点を明確にしている点は大いに評価できる。一方、のれん発生の原因が会計処理の是非に

決定的な影響があることから、日本郵政、ソフトバンク、東芝以外の検討事例（例えば RIZAP など）を加えれば、より興味深い検討がなされたのではないかと。また、外国人経営者と不適切な M&A との関係なども研究課題に加えることができるとの示唆があった。

佳作の第 2 は、黒崎菜緒氏と小野晶絵氏の「株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の情報反映度を高めるか？—株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザインに対する提言—」である。本論文の目的は、株価の情報反映度の観点から、株主総会招集通知のデザイン変更や株主総会開催タイミングが株式市場にどのような影響を及ぼしているかを検討するものである。日経 225 企業を分析対象とした調査の結果、①株主総会後に株価の情報反映度は上昇している。②株主総会が株主総会集中日に開催されたり、金曜日開催に変更されると有意に情報反映度が低下する。③前期から当期にかけて業績 (ROE) が低下している企業が株主総会を変更する傾向があり、しかも、金曜日に変更する傾向があることが分かった。ただし、株主総会招集通知のデザイン変更に関しては明確な結果は得られなかった。

この論文に対する意見は以下の通りである。着目点が独創的であり、データ収集に多くの努力が必要な労作である。また、「バッドニュースは金曜に伝えること」という知恵（土曜日・日曜日を挟むので、関係者・市場は冷静な判断が行える可能性が大きくなる）が検証されているのは面白い。しかし、サンプルに選んだ日経 225 企業のような株主が多い企業では、相当前に総会会場を確保している実務からすると、業績の変化と開催日変更との間の因果関係は立証できるのかという疑問が示された。

佳作の第 3 は、小関安伸氏と佐々木美穂氏の「統合報告書の開示実態調査—ガイドラインと CSR・サステナビリティ情報に焦点を当てて—」である。本論文の目的は、統合報告書を開示する企業の参考にするガイドラインを調査し、統合報告書開示前後の開示書類の実態（CSR 報告書およびサステナビリティ報告書の開示廃止など）を分析することである。得られた主な知見は以下の通りである。①「国内自己表明型統合レポート発行企業 2017 年版」に掲載された企業（金融業と非上場企業を除く）309 社を分析対象とする調査の結果、IIRC (International Integrated Reporting Council: 国際統合報告評議会) の FW (国際統合フレームワーク) のみを参考にしている企業は 19% (59 社)、GRI (Global Reporting Initiative) のガイドラインのみを参考にしている企業は 17% (54 社)、両方を参考にしている企業は 16% (49 社) であり、48% (147 社) は参考情報が

未記載であった。②統合報告書開示前に CSR 報告書またはサステナビリティ報告書を開示していた企業は 71% (220 社) あったが、統合報告書開示後に CSR 報告書等を開示した会社は 29% (89 社) に激減した。③CSR 報告書等を廃止した 5 社について調査した結果、廃止前の CSR 報告書等にあった CSR・サステナビリティ情報は、一部削減されて統合報告書で開示される例、もしくは、企業の WEB サイトの CSR ページや詳細なデータを集めたデータブックなどの他の媒体へ開示が移行している例があることが判明した。これらの調査結果から、①統合報告書作成の参考は IIRC の FW に一本化することが好ましい。②CSR・サステナビリティ情報の過度な削減を防ぐため、CSR ページなどの別の媒体での継続的開示が求められるとする提言をした。

この論文に対する意見は以下の通りである。統合報告書開示に関する先行研究が懸念する問題点が実際に起きている可能性があることを実態調査により明らかにしたことは大いに評価できる。学部生のレベルで統合報告書を実際に読むなど研究上の努力が感じられる。一方、論文の目的が「実態を分析すること」とあるように、分析がゴールになっていて、提言が弱いのが残念である。また、製造業と非製造業を別けて傾向を分析すると面白いかもしれない。さらに、そもそも従来の CSR・サステナビリティ情報の有用性がどうであったのかが検証できないと、統合報告書への移行の要否はわからないのではないかと示唆があった。

「プロネクサス懸賞論文」募集も第 10 回目となり、始めに述べたように全部で 14 本の応募があった。応募作品の中に、「実証結果を出すための実証分析は不可」という条件に抵触するものがいくつか見られた。本懸賞論文募集の趣旨を確認されたい。また、佳作には漏れたが、佳作に相当する研究ではないかとする意見のあった論文が数本あり、受賞を逃した皆さんはどうか落胆しないでいただきたい。研究目的および仮説の設定は難しいものであるが、応募者の皆さんの好奇心、興味の多様性、そして仮説設定の努力に驚いている。社会科学の魅力の一つは、現下の社会の実態に潜む課題を明らかにすることであり、公共社会への直接的な貢献も大きい。来年度から募集部門を 2 つに分け、「部門Ⅰ」は、従来通りの応募資格として残し、新たに「部門Ⅱ」として、同一大学の大学生グループ（代表者 1 名と共同研究者の合計 10 名以内）の応募資格の部門を追加した。今回の優秀賞及び佳作受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待するものである。

以上

**【第10回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】**

委員長 黒川 行治（千葉商科大学会計大学院教授・慶應義塾大学名誉教授）

委員 新井 武広（会計教育研修機構代表理事専務・事務局長）

委員 川村 義則（早稲田大学商学大学院教授）

委員 小宮山 賢（早稲田大学大学院経営管理研究科教授）

委員 佐藤 明（㈱バリュークリエイティブパートナー）

委員 多賀谷 充（青山学院大学大学院教授）

委員 上野 守生（㈱プロネクサス取締役会長）

第10回プロネクサス懸賞論文 優秀賞  
「取締役スキル開示の日米比較と  
日本企業への改善提言」

遠山 幸世 (一橋大学 商学部 4年)  
濱崎 加奈子 (一橋大学 商学部 4年)



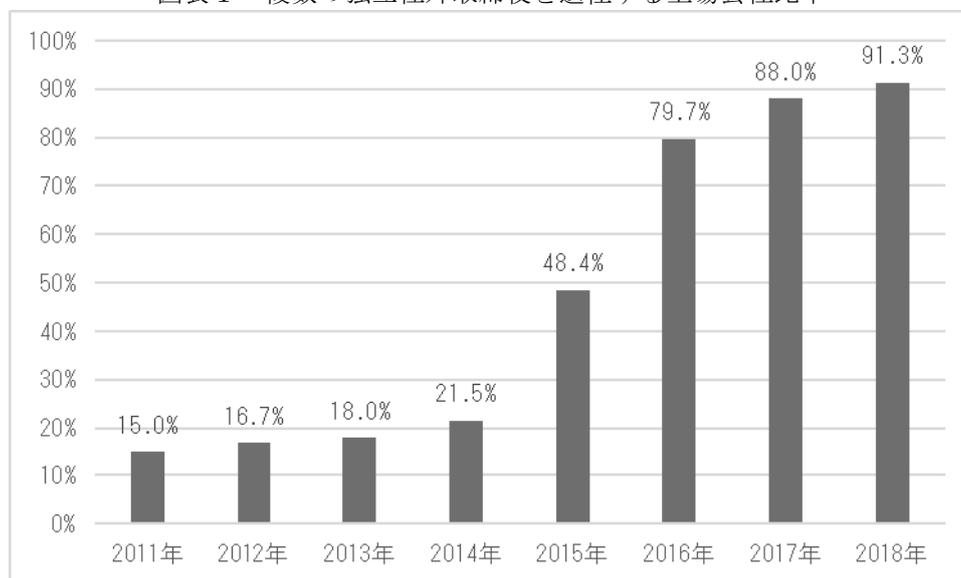
第1章 はじめに

本稿の目的は、近年重要視されている取締役会の実効性の中でも、取締役のスキル多様性に焦点を当て、その開示状況について日米比較をしたうえで日本企業のスキル多様性のあり方や開示方法について

改善案を提言することである。

まず図表1をご覧ください。図表1は、東京証券取引所一部上場企業のうち独立社外取締役を複数人選任している企業の比率推移を示したものである。

図表1 複数の独立社外取締役を選任する上場会社比率



出典：日本取引所グループ「東証上場会社における複数の独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」2018年7月

図表1からわかるように2名以上の独立取締役を選任する東証一部上場会社の比率は2011年時点で15.0%しかなかったが、コーポレートガバナンス・コードが適用された2015年を皮切りに増え続け2018年には91.3%までに増えた。日本企業の取締役会の“数”によるガバナンス向上は進んでいるといえるだろう。しかし、社外取締役の人数を増やただけで取締役会の構成に関してガバナンスの視点から十分といえるのであろうか。なぜなら冒頭で述べたように近年は取締役会の実効性が重要であると考えられているからである。それを裏付けるようにあずさ監査法人が行った調査によると、日本企業が今後開示を充実させたい情報と機関投資家が企業に今後開示を求める情報はいずれも「取締役会の実効性評価」であった。<sup>1</sup>ここから日本の機関投資家も企業

も取締役会の実効性へ関心を寄せていることが分かる。取締役会の実効性とは、取締役会が効果的な議論を行い企業価値向上に寄与しているかどうかを指す。したがって日本企業は取締役会の“数”でのガバナンス向上に加え、“質”も向上していく必要があるといえるだろう。

しかし、取締役会の実効性を数値化し評価することは難しい。取締役会の実効性を測る要素として取締役の発言内容やキャリアがあげられるが、それらがどれほど企業経営に寄与しているかを客観的に測定することは非常に困難であり、またそれらを実際に開示している企業は極めて少ない。そこで取締役個人のスキルやパーソナリティ及びその多様性を代理変数とし、取締役会の実効性を評価しようという動きが拡大している。

米国の議決権行使助言会社グラス・ルイスは2018年のガイドラインで、女性役員を最低1人登用することを企業に求めている<sup>2</sup>。また同書において取締役会における素養経験の多様性についても言及している。

“弊社は、取締役会は、多様な経歴を有し、その役目に適した経験を持つメンバーによって構成されるべきであると考えます。(中略)ただし、多様性というのは、一般的に考えられる年齢、人種、性別、民族だけでなく、市場に対する知識、在職期間、文化などの様々な要件が含まれる。”

(グラス・ルイス「2018 GUIDELINES 日本語版」より抜粋)

今回グラス・ルイス議決権行使助言方針改定は性別の多様性についてのみ条件にしているが、それだけではなく人種や文化的背景、さらには市場に対する知識(会計や金融の知識など)の多様性も取締役会に必要であると述べている。議決権行使助言会社がこのように言及しているということは、取締役会の多様性が企業経営に良い影響を与える、すなわち取締役会の実効性を高めるといえるであろう。

そして日本でも取締役会の多様性が重要視されてきている。以下は2018年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードの一部である。なお改訂による追加箇所には下線を引いている。

**【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】**

“取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く

備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。”

出典：コーポレートガバナンス・コード2018年6月

下線部分に注目すると、取締役の多様性について求められるスキルについての文言が追加されたことが分かる。日本でも取締役の多様性及びスキルが実効性向上にかかせないという認識が広まってきた。

世界中で取締役のスキル多様性への関心が高まったのを受け、取締役会のスキルやパーソナリティの多様性を客観的に確認するためのスキルマトリックスが、2000年代後半の国際金融危機後に北米を中心に始まった。日本総合研究所の黒田一賢氏は、スキルマトリックスについて以下のように定義している。

“スキルマトリックスは、取締役の素養・経験及び取締役会におけるバランスを一覧表にまとめたものです。その目的は企業が必要とする取締役の素養・経験と、現職取締役・取締役候補の素養・経験とを対照させ、取締役選任の適切性を開示することにあります。”

(黒田一賢「取締役会の実効性に海外投資家が注目」、日経ヴェリタス、2017年9月)

<sup>1</sup> あずさ監査法人『「コーポレートガバナンス」に関する意識調査-上場企業向けアンケート-』2017年10月

<sup>2</sup> このガイドラインが適用されるのは2019年2月からであり、対象企業はTOPIXCore30及びTOPIXLarge70の構成銘柄に該当する企業計100社に限る。

図表2 スキルマトリックスの例

取締役名	A氏	B氏	C氏	D氏	E氏
スキル・パーソナリティ					
財務・会計	●	●		●	●
金融		●	●	●	
CEOの経験	●			●	●
グローバルビジネス		●	●		●
法務	●		●		
テクノロジー					●
ジェンダー			●	●	
人種・民族	●	●			●

出典：筆者作成

図表2は架空の米国企業を想定して筆者が作成したスキルマトリックスである。スキルマトリックスでは、図表2のように縦列にスキルやパーソナリティ、横列に取締役名が書かれており、取締役名とその人が持つスキルが交差するところに印がつけられる。ジェンダーや民族は取締役会で少数派に属する人、例えばジェンダーであれば女性、民族であればアフリカ系アメリカ人やヒスパニックなどにチェックがつけられる。図表2の取締役A氏を見ると、財務・会計、CEOの経験、法務の知識経験を持っており、取締役会で少数派の人種や民族であることが分かる。スキルマトリックスはそれぞれの取締役がどのような素養を持つ人かわかるだけでなく、取締役会のスキルやパーソナリティのバランスが一目でわかるため有効な開示法といえるだろう。

本章では、取締役会の実効性及び多様性への関心の高まりとスキルマトリックスについて説明した。第2章では日本における取締役の多様性開示について述べていく。

## 第2章 日本における取締役会のスキル多様性開示

では日本において、第1章で紹介したような多様性の開示は行われているのであろうか。今回我々は社外取締役の多い企業の方がよりコーポレートガバナンスへの意識が高く<sup>3</sup>、開示が進んでいる可能性が高いと考えた。そこで社外取締役が多い企業から

順に直近の株主総会招集通知をプロネクサス社のeo1で閲覧し、取締役会の多様性に関する記述があるかを調査した。社外取締役が3人の企業を調べたところ取締役会の多様性を開示している企業が0社であり、社外取締役2人以下の企業で開示が行われている可能性は極めて低いと考えたため、今回の調査対象企業は社外取締役を3人以上有する企業計1180社とした。今回、招集通知を調査媒体としたのは、全上場会社が提出する資料であること、有価証券報告書などの他の法定開示資料と比較しても記載の自由度が高いことが理由である。さらに投資家が企業側にわかりやすい取締役会の実効性開示を求めていることからスキル多様性について記載されている可能性が高いと考えたところも、招集通知を調査媒体に決定した理由の1つである。またパーソナリティの多様性開示は調査対象とせず、スキルの開示のみを調査した。その理由は、たとえ少数派のジェンダーや人種である人を取締役にしたとしても、その人を取締役に必要なスキルがなければ取締役会の実効性に寄与しないと考えられるため、さらに、日本企業の取締役の女性割合と外国人割合は依然として少なく観測数が乏しく分析には時期尚早であると考えたためである。<sup>4</sup>そして調査結果は図表3の通りである。企業名横のカッコ内には、スキル開示を始めた年度を記している。また図表4は今回発見したスキルマトリックスの一例である。

<sup>3</sup> コーポレートガバナンス・コード原則4-8で社外取締役は最低2名選任すべきと明記されている。この原則を順守しかつより多くの社外取締役を選任している企業はよりガバナンス向上を図っているといえるだろう。

<sup>4</sup> 内閣府男女共同参画局「上場企業における女性役員の状況2018」によると、上場企業の女性役員割合は2015年時点で米国が17.9%であるのに対し、日本はわずか2.8%である。また2018年時点でも日本の女性役員割合は4.1%に留まっている。

図表3 日本企業の取締役会のスキル多様性開示状況

社外取締役の人数	観測数	社内社外両取締役開示 (開示はすべて2017年度から)	社外取締役のみ開示 (開示はすべて2016年度から)
9人	3社	該当なし	
8人	7社	該当なし	三菱UFJフィナンシャル・グループ 日本取引所グループ
7人	11社	該当なし	荏原製作所
6人	32社	イビデン*	該当なし
5人	88社	武蔵精密工業	該当なし
4人	280社	ミツウロコグループホールディングス アネスト岩田 ヤマハ発動機	該当なし
3人	759社	該当なし	
2人以下	2487社	調査対象外	

\*社外取締役のみの開示は2016年度から

出典：筆者作成

図表4 日本企業でみられるスキルマトリックス

取締役会の多様性スコア											
取締役会による的確かつ迅速な意思決定が可能な員数及び取締役会全体としての知識・経験・能力のバランスを考慮し、選材源の観点より、総合的に検討した上で、指名・報酬(諮問)委員会の高申を参照しつつ、取締役候補者を指名しております。											
氏名	独立性 の確保	社長 経験	会計 技術	業界の 知識	営業 販売	国際 ビジネス	研究 開発	法務	リスク マネジメント ガバナンス	多国籍 企業	女性
竹中 裕紀		●				●					●
青木 武志		●				●					●
児玉 幸三						●		●			●
生田 斉彦						●		●			●
山口 千秋	●	●				●		●			●
三田 敏雄	●	●				●					●
百久 光一	●							●			●
阪下 敬一						●					●
桑山 洋一						●					●
加藤 文夫	●		●								●
堀江 正樹	●		●								●
川合 伸子	●							●			●

【ご参考】取締役の構成 [平成30年6月22日以降の予定]										
当社の取締役が有している能力は以下のとおりです。										
取締役	管理分野	企業経営	製造・技術 研究開発	営業・ マーケティング	先端技術・IT	財務・ ファイナンス	ガバナンス・ リスクマネジメント・ ESG	グローバル経験		
大塚 浩史		●		●				●	●	
宮田 隆之	PT・技術	●	●					●	●	
大塚 晴久		●	●						●	
トレーナー・シビル	財務	●				●			●	
神野 吾郎	社外	●		●		●		●	●	
ハリ・ネア	社外	●	●	●				●	●	
藤松 圭介	社外	●				●			●	
宗像 義徳	社外 (新任)	●				●			●	
藤原 信康	監査等委員	●	●					●	●	
山神 麻子	社外 監査等委員	●						●	●	
森田 好則	社外 監査等委員	●				●		●	●	

以上

出典：(左) イビデン 「第165回 定時株主総会招集ご通知」2018年  
(右) 武蔵精密工業 「第91回 定時株主総会招集ご通知」2018年

調査の結果、直近の株主総会招集通知においてスキル多様性を開示している企業は筆者が調査した限り、図表3にある8社のみであった。またこの8社の中には社外取締役しか開示していない企業が3社あり、同じ取締役にも関わらず社内取締役のスキルの開示を行っていない点にやや違和感をもった。そして今回大いに注目すべき点は開示開始年である。開示しているほとんどの企業が2017年度もしくは2018年度から取締役会のスキル多様性の開示を開始している。特にイビデンは、2017年度は社外取締役のみの開示であったが、2018年度からは社内取締役のスキルも公開している。まさにいま日本で取締役のスキル多様性が注目されていることの現れであり、まさに今年2018年は『スキル開示元年』と言え

る。  
初め我々は、日本企業がどのような能力をより積極的に開示しているか調査しようと試みた。しかし開示企業の観測数の少なさから日本企業のみで取締役会のスキル多様性についての調査及び施策の提示は困難であると判断した。そこで、コーポレートガバナンスの先端を行くと言われている米国企業でスキル多様性の開示状況について調査し、そこから日本がどのように開示を進めていくべきか提示するという方針に転換した。

### 第3章 米国企業のスキル多様性開示の実態調査

#### 第1節 調査概要

第2章では、日本企業の取締役のスキル開示について注目した。しかし、これまで述べてきたように、現時点で取締役のスキル開示を行う日本企業は非常に少ない。したがって、日本企業のみでの調査では、今後の日本のコーポレートガバナンスに関して提言を行うことは困難であると感じた。そこで、コーポレートガバナンスの先進と言われている米国に注目し、米国のトップ企業であるダウ30銘柄を対象に各社直近のproxy statement（以下、招集通知とする）とアニュアルレポートを各社ホームページから入手し、それらの中で取締役のスキル開示がなされてい

るかどうかが調査を行った。その結果、30社中25社において開示がなされていることが判明した。これは、日本企業と比較しても非常に高い割合であることから、ダウ30以外にも米国企業を対象にさらに調査を進めることとした。今回の米国企業の調査では、開示そのものが米国企業の中でどの程度進んでいるのかということと開示の詳しい内容にどんな特徴があるのかということの2点に注目する。調査の目的は、前者に関しては、取締役のスキルに関して米国での注目度合を調べるため、後者に関しては、今後日本企業がどんな開示方法をとるべきか提言をするためである。前者を調査1、後者を調査2として調査の詳細について次で述べる。

図表5 調査対象とその内容

	調査1	調査2
内容	取締役スキルの開示有無	取締役スキルの開示詳細
対象	ダウ30	
	米国会社四季報 注目企業101社 Nasdaq上場企業のうち425社	
媒体	各社のproxy statement 及びannual report	

出典：筆者作成

まず、調査1については取締役のスキル開示の有無に関して、ダウ30の企業に加え、米国会社四季報2018年春夏号（東洋経済新報社）において掲載されていた「注目企業101社」（以下、米国注目企業）<sup>5</sup>、さらにNasdaq上場企業を時価総額順に並べ、1から番号を振ったときに5の倍数に該当する企業425社（以下、Nasdaq抽出企業）<sup>6</sup>を調査した。米国注目企業は、ダウ30から対象を広げた大企業に対してもダウ30と同様の結果がみられるのかを調べるためであり、Nasdaq抽出企業に関しては、ニューヨーク証券取引所には含まれない中小の新興企業を対象にすることで、先の2つの大企業を対象とする調査グ

ループと同様の結果がみられるのかということ調査するためである。Nasdaq抽出企業に関して、全上場企業を対象としなかった理由は、今回の調査は各社の招集通知とアニュアルレポートを一つずつ調べる作業であり、調査可能な数に限界があったためである。調査方法については、前述の通り、調査対象企業の招集通知及びアニュアルレポートで取締役のスキルに関する記載があるかどうかを調査した。

次に調査2については、ダウ30の企業に関して、取締役スキルについて開示がある企業を対象に、その開示の具体的内容を調査した。

<sup>5</sup> 注目企業101社にはダウ30が含まれている。

<sup>6</sup> サンプルはNasdaqの全上場会社の20%にとどまるが、規模（時価総額）ではサンプルに偏りは少ない。

## 第2節 米国企業のスキル多様性開示有無の調査結果

第3章では、前章で述べた調査方法に基づいて米国企業の調査を行った結果を述べる。まず、調査により取締役のスキル開示有無及び開示内容に関して以下の4点が明らかとなった。まず、調査1に関して

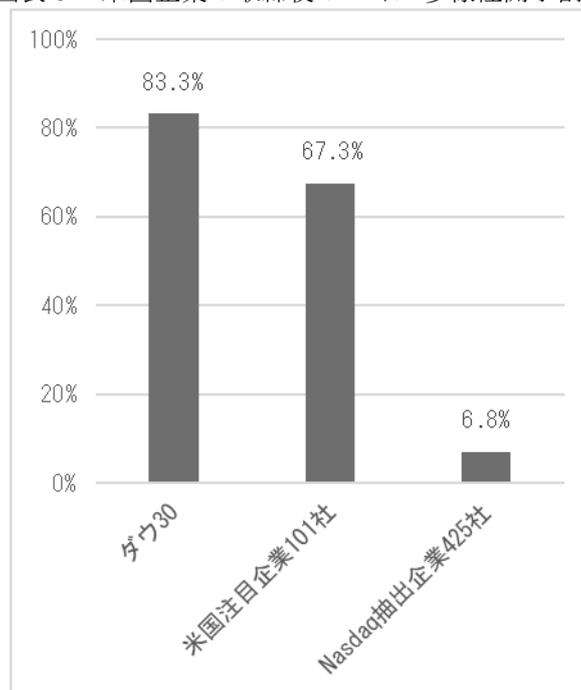
- ① 米国の新興企業では、大企業と比較して取締役のスキルに関する開示はほとんど行われていない。
- ② ダウ30、米国注目企業及びNasdaq抽出企業の調査対象全てに共通して、取締役のスキルに関する開示は招集通知で行うことが主流であり、アニュアルレポートで開示を行う企業はごくわずかである。
- ③ 開示形式は各社で異なり、大きく4種類に分類される。

次に、調査2に関して

- ④ 取締役のスキル項目は各社で数、種類ともに異なる。

調査1の結果に関して詳細を述べる。①については図表6の通りである。調査時点で最新の招集通知とアニュアルレポートのいずれかで取締役のスキルを視覚的に分かりやすく開示している企業は、ダウ30で25社(83.3%)、米国注目企業で68社(67.3%)、Nasdaq抽出企業で29社(6.8%)であった。このことから、ダウ30や米国注目企業と比較して、新興企業銘柄を含めて全上場企業まで対象を広げると開示率は大きく低下する。したがって、開示が進んでいると言われている米国企業においても、企業規模によって大きな差があり、新興企業では開示がまだ進んでいないことが明らかとなった。このことから、一般にコーポレートガバナンスの先進と言われている米国でも、企業全体を見ると中小企業では進んでいないことが判明した。

図表6 米国企業の取締役のスキル多様性開示割合



出典：筆者作成

次に②に関して、2018年6月現在で最新の招集通知とアニュアルレポートの両方を調査したが、圧倒的に招集通知での開示が多く、ダウ30では開示25社中24社、米国注目企業では開示68社中67社、Nasdaq抽出企業では開示29社中28社が招集通知での開示であった。なお、Nasdaq抽出企業での1社を除き、開示資料2種類両方において開示を行う企業はない。このことから、多くの企業が株主総会の招

集通知において取締役のスキルを開示することで、議決権行使を行う投資家に対して、取締役の妥当性について客観的に判断することのできる情報を適切に開示していると言える。

次に③に関して、スキルの開示方法は4種類に分けられる(図表7を参照)。その4種類の詳細を説明する。



アルレポートでの開示は1社のみでごくわずかである。さらに、10社において複数形式での開示を行うことが明らかとなった。最も多い開示形式はiの合計形式であり、開示25社中の68%である17社で採用されている。以上から、ダウ30の開示企業の中でも、各社によって開示形式が非常に異なり、統一化

はされていないことが判明した。なお、印が一つもついていないApple、Walt Disney、DowDuPont、Travelersの4社については、今回我々が設定したスキル開示基準の定義を満たしていないだけであり、招集通知やアニュアルレポート内において、取締役スキルに言及している場合もある。

図表8 ダウ30の取締役スキル開示形式とその有無

社名	i	ii	iii	iv
Apple Inc.				
American Express Co.			☆	
Boeing Co.	☆			
Caterpillar Inc.		☆	☆	
Cisco Systems, Inc.	★			
Chevron Corp.		☆	☆	
The Walt Disney Co.				
DowDuPont, Inc.				
Goldman Sachs	☆			
The Home Depot Inc.			☆	
International Business Machines Corp.	☆			
Intel Corp.		☆	☆	
Johnson & Johnson Inc.	☆			
JPMorgan Chase and Co.	☆			
The Coca-Cola Co.	☆		☆	☆
McDonald's Corp.	☆			
3M Company	☆			
Merck & Co.	☆			
Microsoft Corp.	☆	☆	☆	
Nike, Inc.				
Pfizer Inc.	☆		☆	
Procter & Gamble Co.			☆	
The Travelers Companies, Inc.				
UnitedHealth Group Inc.		☆		
United Technologies Corp.	☆	☆	☆	
Visa			☆	
Verizon Communications Inc.	☆		☆	
Walgreens Boots Alliance, Inc.	☆	☆		
Wal-Mart Stores Inc.	☆	☆	☆	
Exxon Mobil Corp.	☆			
合計数	17	8	13	1

出典：各社招集通知、アニュアルレポートより筆者作成

(表中のi～ivは、図表7に対応する。i 合計形式、ii 表形式、iii プロフィール形式、iv 委員会形式である。)

☆は招集通知、★はアニュアルレポートでの開示を指す)

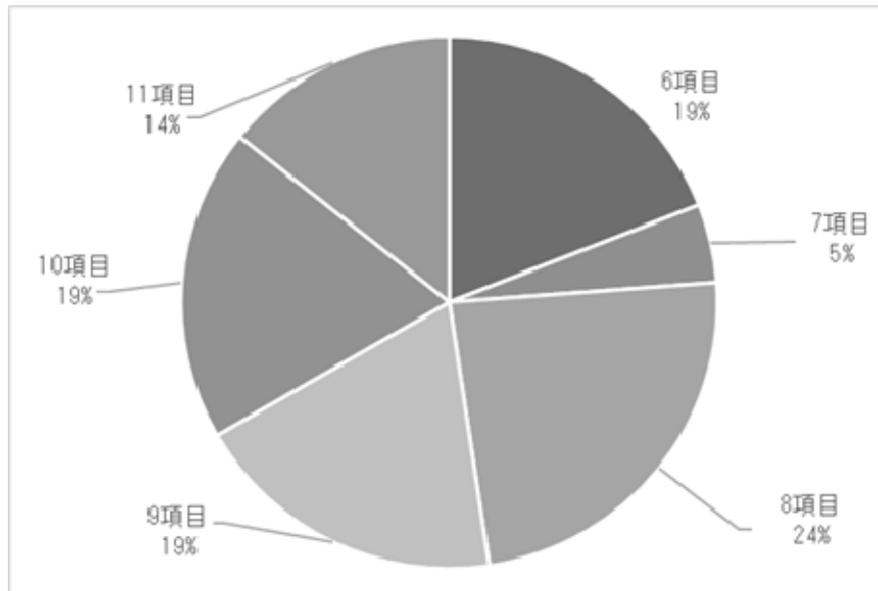
次に、④に関しては開示の具体的な内容となるため次節で詳細を述べる。

### 第3節 米国企業のスキル多様性開示の具体的な内容

本節では、調査2の結果をダウ30に限定して述べていく。今回ダウ30に限定するのは、前節で述べたようにダウ30は取締役のスキル開示を行う企業の割合が最も多く、また、開示内容についても米国注目企業及びNasdaq抽出企業と比較して、非常に充実している企業が多かったためである。

まず、各社が設定した取締役スキル項目の数については図表9の通りである。開示25社のうち、項目数は最低6項目、最高11項目であり、平均7.3項目であった。ただ、最大数の11項目を採用している企業は、似たスキルでも細分化された項目となっている場合が多く、例えばCaterpillarでは財務の知識に関して、“Audit Committee Financial Expert（監査の専門性）”と“Finance & Accounting（財務会計の専門性）”の2種類の項目が存在する。したがって、米国企業が重視しているスキル項目としては、平均の7項目程度であると考えられる。

図表9 取締役スキル項目数ごとの企業割合（ダウ30開示25社）



出典：筆者作成

次に、スキル項目の内容についてであるが、これに関しては企業で共通した項目が存在するわけではないため、企業ごとにより異なっていることが判明した。

例えば、金融業に属するGoldman Sachsではfinancial services industry, other complex/regulated industry, risk management, talent development, technology, public company governance, audit/account/tax, globalの8項目での開示を行っている。一方、化学・電気メーカーの3Mでは、leadership, manufacturing, supply chain, technology, finance, marketing, global, risk managementの8項目での開示である。この異業種の2社を比較すると、前者の金融業であるGoldman Sachsでは、金融サービスに関する専門性や他産業に関する知識、人材開発といった項目が特徴的である。つまり、目に見えないサービスを扱う金融業として必要な専門性や知識をスキル項目に採用してい

るといえる。また後者の3Mは、製造業、サプライチェーン、マーケティングといった項目が特徴的であり、メーカーとして必須な知識をスキル項目に採用している。その他にも、製薬会社のPfizer社ではmedicine & scienceやhealthcare & pharmaの項目が、ファストフードのMcDonald'sでは、global brand managementやretail/customer-centric experienceの項目が業種に特化して必要なスキルとして採用されている。以上より、各企業において、業種や対外環境などを考慮し、どんなスキルを持った取締役が必要なのかを十分に吟味した上で項目を設定することが必要であるといえる。

一方で、ダウ30の開示25社で採用されているスキル項目の上位5つは、「財務・会計」、「技術」、「経営経験」、「国際経験」、「法務・リスク管理」であった。そこで、スキル開示企業において、開示を行う全取締役のうち、以上の5つのスキルの保持者数を調査した。具体的には、開示企業25社を対象

に、「財務・会計」、「技術」、「経営経験」、「国際経験」、「法務・リスク管理」のそれぞれのスキルに該当するスキル項目において、開示を行う全取締役人数のうちそのスキルを有する取締役の割合を求め、その平均値を算出した。例えば、Boeingsでは、開示を行う全取締役13名のうち、“Current or Former CEO of Global Public Company”の項目に10名が該当することから、経営経験のスキル保持者

割合を76.9%としている。このような方法で各社割合を求め、その平均値を図表10にまとめている。

ただ、前述のように企業ごとで各スキル項目の表現は異なり、経営経験の項目一つをとっても、“leadership”，“senior leadership experience”，“current or former CEO”というように数種類存在することから、項目の分類に関して調査者による多少の恣意性が含まれることをご了承いただきたい。

図表10 取締役スキル5項目のスキル保持者割合平均（ダウ30開示25社）

スキル項目	経営経験	財務/会計	国際経験	法務	技術
該当社数	20	22	19	20	22
スキル保持者割合	85.5%	70.8%	74.9%	73.7%	49.7%

出典：筆者作成

図表10より、「財務・会計」、「経営経験」、「国際経験」、「法務・リスク管理」については、スキル保持者割合の平均が70%を超えており、多くの企業において、取締役として重要なスキルや経験であると考えられていることが明らかである。特に、「経営経験」については、5つの項目の中でスキル保持者割合の平均が最も高く、85.5%であることも明らかとなった。このことからやはり、会社の決定機能を担う取締役会では、過去に経営経験がある人物を据えることが必要だと考えられていることが分かる。一方で、「技術」については、5項目の中でスキル保持者割合の平均が最も低い49.7%であった。この点に関して、「技術」は製造業に限らず、金融業や小売業でもスキル項目としては採用されているものの、そのような企業では技術のスキルを持つ取締役が少ないため、このような結果になったと考えられる。

以上が今回の米国企業を対象にした調査結果である。米国企業の招集通知において、取締役のスキルに関して非常に詳細な開示がなされていることが明らかとなったが、米国企業全体を見ると、それはダウ30を中心とした大企業に限られるということも判明した。このことから、日本企業においても招集通知において、主にダウ30を参考にした詳細な開示を行っていくことで、株主に対し適切な情報開示を行うことができるといえる。

#### 第4章 日本企業と米国企業での開示比較

第3章では、米国企業の取締役スキル多様性の開示実態について調査した。本章では、その開示実態を日本企業と比較することで、今後の日本企業に対する提言を行いたい。

まず、日本企業に関しては、招集通知において、開示があった日本取引所グループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、荏原製作所、イビデン、武蔵精密工業、アネスト岩田、ミツウロコグループホールディングス、ヤマハ発動機の8社を対象とする。2018年10月時点で、招集通知において取締役のスキル開示を確認できたのが以上の8社のみであったため、観測数の少なさは看過できないが、米国との比較という目的でこの8社を対象とする。米国の企業に関しては、前章に引き続きダウ30の開示25社とする。

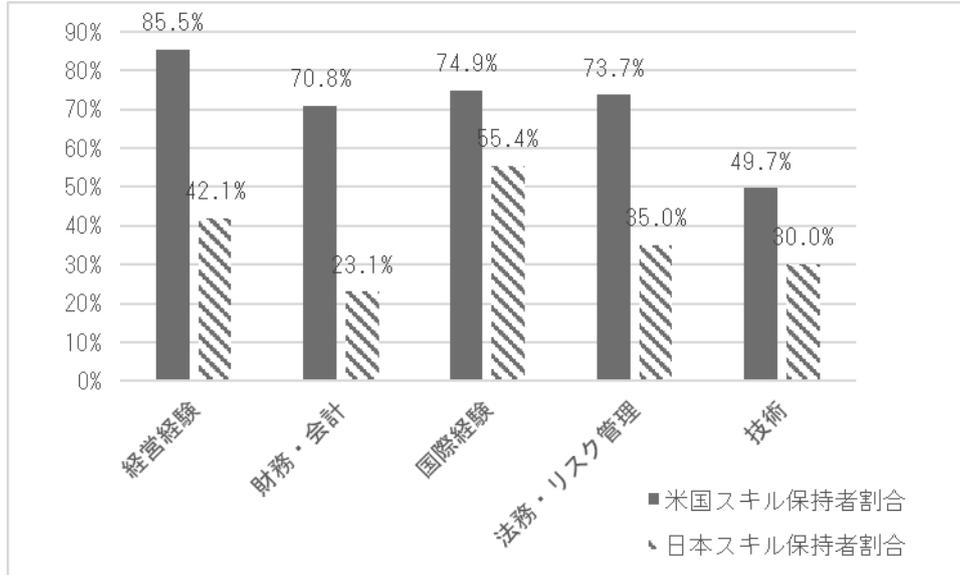
比較するデータは、図表10においてダウ30に関して記載した、取締役スキル保持者割合平均とする。ただ、日本企業のうち日本取引所グループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、荏原製作所の3社においては、社外取締役のみのスキル開示であることから、日本企業では全取締役人数ではなく取締役スキルの全開示人数のうちスキル保持者数で割合を求めている。例えば、三菱UFJフィナンシャル・グループでは、全取締役15名のうち、スキルが開示されているのは社外取締役の8名のみであった。その8名のうち、「企業経営」の項目に該当する人数が3名であることから、経営経験のスキル保持者割合は37.5%となる。このように、日本企業8社のそれぞれの割合を求め、平均値を算出し、図表10のダウ30のスキル保持者割合平均と比較した。

図表11から分かるように、全体的に、日本企業は米国企業と比較してスキル保持者割合が非常に低い。さらに特徴的なのが、財務・会計において日本企業のスキル保持者割合が米国と比較してもかなり低いことが分かる。このことから、日本では米国と比較して、財務・会計の知識を持つ人材を取締役として

十分に確保できていないといえる。以上より、日本企業ではやはりまだ開示の充実度とともに、取締役

のスキルの充実度も向上させる必要があるのではないかと考えることができる。

図表 11 米国（ダウ 30）と日本（開示 8 社）の取締役スキル保持者割合平均の比較



出典：筆者作成

## 第5章 提言と課題

本章ではこれまでに提起した発見や問題点を再掲し、その改善案を提案する。そして最後に本稿の成果と課題について述べていく。

まず我々が今回の調査を通じて感じたことは以下の4つである。

### 1. 取締役会の実効性に関するニーズの高まり

国内外で取締役会の実効性は注目を浴びている。そこでスキルの高い取締役を選任したり、スキルが偏らないよう多様性を豊かにしたりすることで実効性を高めようという動きが活発化している。さらにスキル多様性は、既に日本企業の数社で取り入れられているスキルマトリックスを用いれば簡単にわかりやすく開示ができるため、今後日本企業でも積極的に取り入れていくべきである。ただ、米国企業においても、大企業を中心として開示が進んでおり、中小企業を含めた全体としてはまだ開示率は低い。したがって、日本企業においても、まずは自社の株主や投資家が高い優先度で取締役のスキル開示を必要としているのかどうかを見極めたうえで、開示するか否かを含めた議論を社内でも積極的に行うことが求められるだろう。

### 2. 国内における、取締役として求められる能力をもつ人材の不足

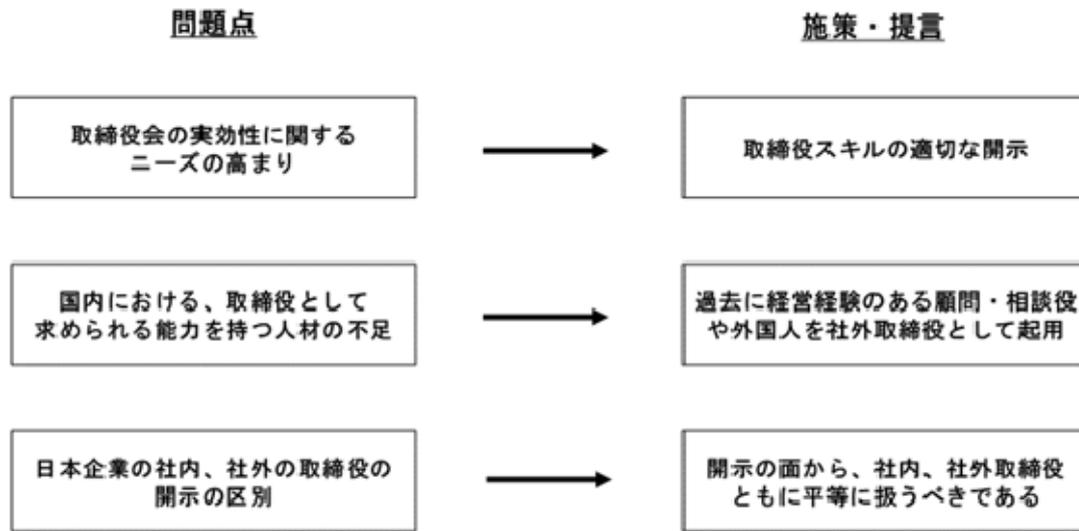
図表 11 からわかるように、現状わかる範囲でも、米国企業に比べ日本企業の取締役会は特定のスキルを持つ人の割合が少ない。これでは専

門的な意見を述べられる人がいないため有意義な議論ができない。取締役会の実効性を高めるためにはまずここから改善していくことが先決であろう。しかし急に会計や経済の知識を現取締役に身につけさせたり、専門知識を有する人を取締役に選任したりすることは難しい。そこでまず経営経験のある取締役を増やすところから始めるべきであると我々は提言する。具体的には、過去に経営経験のある他社の顧問・相談役や外国人を社外取締役として招くことだ。特に同じ会社に長く居座り経営に影響を与え続ける顧問・相談役の存在は日本企業が抱える問題のひとつである。顧問・相談役を社外取締役にすることにより、顧問・相談役を派遣する企業側は彼らに縛られない自由な経営が可能となり、社外取締役として受け入れる企業側は経営経験を持つ人を取締役にできるので一石二鳥の解決策であるといえるだろう。

### 3. 日本企業の社内、社外取締役の開示の区別

米国企業では社内社外関係なく取締役のスキルを開示していたのに対し、日本企業は社外取締役のスキルのみ開示しているところが多々見受けられた。社内も社外も同じ取締役であるのだから、取締役のスキルを開示するならば両取締役の開示をしないのは不適當である。日本企業も米国企業のように社内取締役と社外取締役を平等に立場で扱っていくべきである。

図表 12 本稿で提起した問題点とそれらに対する施策・提言

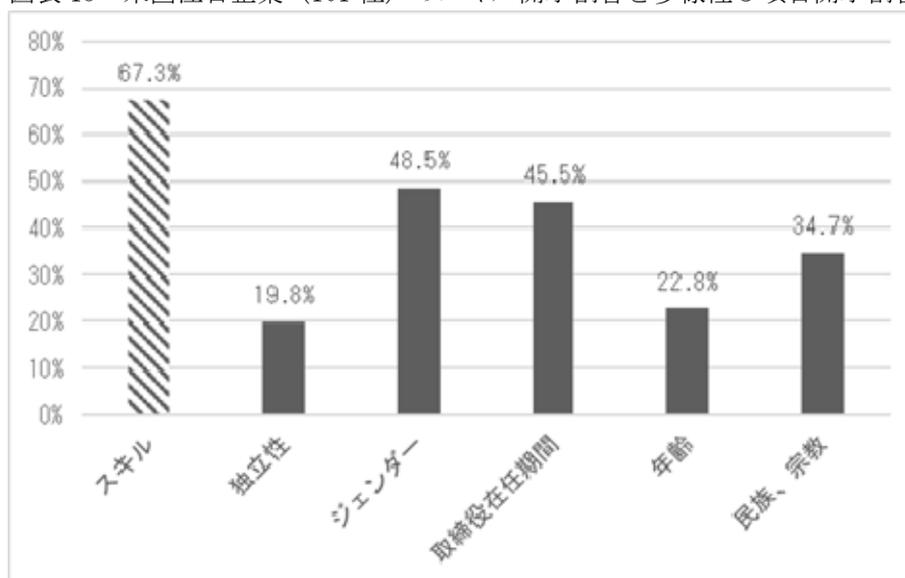


出典：筆者作成

また、本調査には課題もある。第2章で述べた、社外取締役3名以上の東証上場企業を対象とする取締役のスキル開示調査において使用した媒体は、招集通知に限定しており、その他のアニュアルレポートや統合報告書等のIR資料は法定開示資料ではないという理由で調査媒体に含めていない。しかしながら、取締役スキルについて研究を進める中で、新生銀行及びダイフクの2018年の統合報告書において取締役のスキルマトリックスが開示されていることを偶然発見した。したがって、招集通知以外のIR資料において、取締役のスキルについて言及し、開示を行っている企業がある可能性が高い。これが第一の課題である。

さらに、今回の調査では取締役の多様性の中でもスキルだけに注目し、調査を行ったため、ジェンダーや人種等の多様性までは調査しきれていない。図表13は、ダウ30を含む、米国注目企業の招集通知より、スキル以外の多様性開示について調査した結果である。グラフの左端では、参考までにスキル開示企業の割合を掲載している。図表13から、ジェンダーや年齢、取締役在任期間などを表や合計数等で視覚的に分かりやすく開示している企業は少なくなることが分かる。スキル以外の多様性に関しては、米国企業を対象にさらなる調査を行うことで、日本企業に対し取締役の多様性を高めることへの提言も可能であるだろう。これが第二の課題である。

図表 13 米国注目企業（101 社）のスキル開示割合と多様性 5 項目開示割合



出典：筆者作成

最後に本稿の成果について言及する。今回の調査では、社外取締役を3名以上有する東証上場企業の取締役スキル開示について調査を行い、現時点でスキル開示を行う企業は、我々が調べた範囲では8社存在することが判明した。さらに、このうち社内外すべての取締役スキル開示を行う企業が現れたのは今年が初めてであることも明らかとなった。このことからまさに、2018年は取締役の『スキル開示元年』であり、先行研究がほとんどない中でこの実態を明

らかにした点では、この研究には一定の成果があったと考えている。また、米国企業ではダウ30をはじめとする企業で取締役のスキル開示が進んでおり、その詳細を調査したことは日本企業の今後の開示のあり方について参考になる情報であるだろう。今後、より多くの日本企業が取締役のスキル多様性に関心を持ち、適切な開示を行うことで、ガバナンスを高めていくことを願う。

#### 【参考文献】

- 日本取引所グループ(2018)「東証上場会社における複数の独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」  
 グラス・ルイス「2018 GUIDELINES 日本語版」  
 あずさ監査法人(2017)『「コーポレートガバナンス」に関する意識調査-上場企業向けアンケート-』  
 内閣府男女共同参画局(2018)「上場企業における女性役員の状況2018」  
 米国会社四季報2018年春夏号(2018) 東洋経済新報社  
 「コーポレートガバナンス・コード」(2018)  
 黒田一賢(2016)「実効的な取締役等選任をサポートする日本版スキル&インテリジェンスマトリックスの必要性」『JRI レビュー』Vol. 8, No. 38  
 黒田一賢(2017)「取締役会の実効性に海外投資家が注目」, 日経ヴェリタス,  
 「取締役とは何か 日経 BizGate」2018/08/17 閲覧  
<https://bizgate.nikkei.co.jp/article/DGXMZ03115400030052018000000>  
 「リスク管理と取締役の責任—アメリカにおけるAIG事件とCitigroup事件の比較—南健悟」2018/08/17 閲覧  
[https://barrel.repo.nii.ac.jp/?action=repository\\_uri&item\\_id=354&file\\_id=19&file\\_no=1](https://barrel.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=354&file_id=19&file_no=1)

「のれんの規則的償却の是非に関する提言  
—会計基準のリアル・エフェクトの観点から—」

天野 良明 (京都大学大学院 経済学研究科)

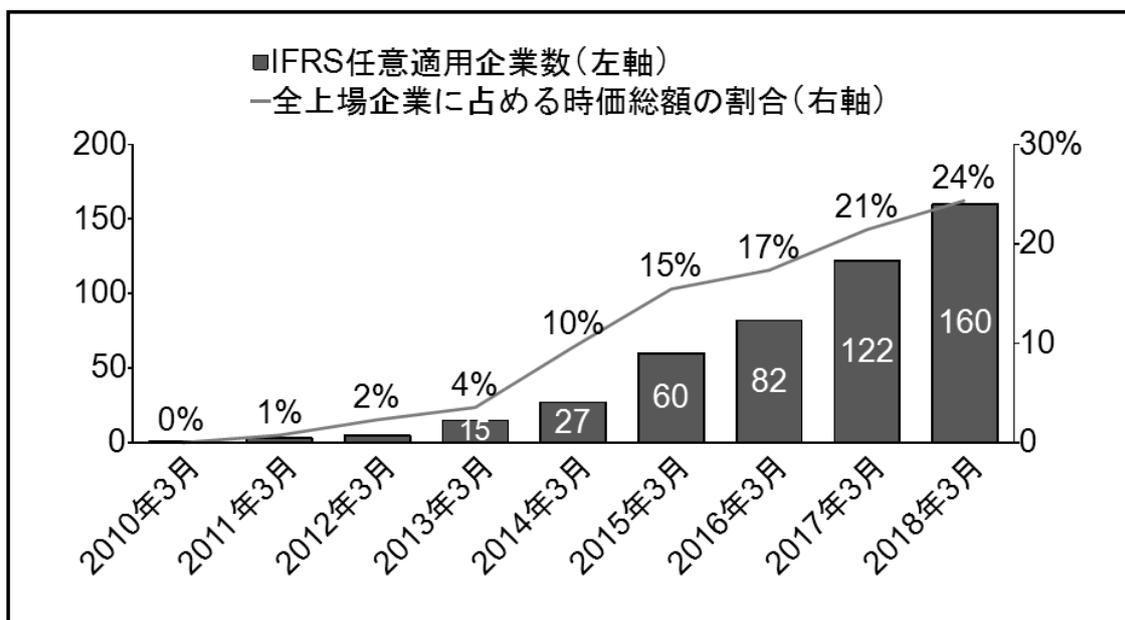


1. はじめに

国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) を任意適用する日本企

業が増加している。その数は2018年3月現在で160社、時価総額ベースで全上場企業の24%を占めるに至っている (図1)。

図1: IFRS任意適用企業数と全上場企業に占める時価総額の割合



出所: 日本取引所グループウェブサイトおよび日経NEEDS FinancialQUESTに基づき筆者作成

IFRS が定める会計処理は多くの点で日本基準と異なっているが、その中でも大きな相違点として、のれんの会計処理が挙げられる。企業結合時に計上されたのれんは、日本基準では20年を上限とする一定期間内に規則的に償却される。一方IFRSでは規則的償却を行わず、毎期の減損テストで減価が認められた場合のみ、減損損失が計上される。この点に関して、日本の企業会計基準委員会は一貫して規則的償却の維持を支持する立場を表明してきた (西川 [2014])。したがって当面の間、のれんの会計処理は両基準間で異なっただけであると予想される。

しかし上述のようにIFRS任意適用企業が年々増加している現在、IFRSと日本基準の間に大きな相違点が残ることは、財務報告の比較可能性の観点から問題がある。規則的償却を維持することに合理的な根拠がないのであれば日本基準もIFRSと同様の処理を採用することが望ましい。逆に確かな根拠があ

るならば、日本基準において維持するのみならず、IFRSにおいても規則的償却を行うよう、強く意見発信を行っていく必要がある。本稿のモチベーションは、このような会計基準設定実務における喫緊の課題に関して、現在までの学術研究の知見を総合して提言を行いたいというものである。

本稿では、会計基準が企業に与えるリアル・エフェクトに着目して議論を展開する。会計基準のリアル・エフェクトとは、会計システムの機能を司る測定および開示の規則が、企業の実体的な意思決定に重大な影響を及ぼすと想定する理論である (Kanodia and Sapra [2016])。伝統的なディスクロージャー研究では、代替的な会計基準の優劣を論じる上で、財務報告の比較可能性や価値関連性、あるいは資本コストや情報の非対称性への影響を検証するものが多い。こうした研究は、会計基準の相違がもたらす市場全体へのマクロな影響を論じる上では有用であ

ろう。しかしながら、本稿が扱う「のれんの規則的償却」といった特定の会計処理の是非を論じることは難しい。

これに対し会計基準のリアル・エフェクトに着目する研究では、特定の会計処理の相違が企業の意思決定に与える、ミクロな影響を検証するのに適している。例えば、のれんの規則的償却を廃止することで、企業のM&Aの意思決定や、のれん減損損失計上の意思決定にどのような変化が生じるのかを分析することが可能になる。したがって、本稿のように会計基準設定に対する政策的含意を検討する上で有効なアプローチである。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、のれんの規則的償却の有無が生み出すリアル・エフェクトについて、関連する理論研究を通して考察する。第3節では、国内外の実証研究のレビューを通して、規則的償却の廃止が企業行動へ与える影響を分析する。第4節ではそれらの内容を踏まえ、短期的・長期的な視点に分けて、日本においてのれんの規則的償却を廃止すべきか否かの提言を行う。最後に第5節では本稿全体を総括し、本稿の貢献と限界について述べる。

## 2. 理論研究からの考察

### 2.1. 株価と経営者の意思決定の関連性に関する研究

会計基準のリアル・エフェクトを基礎づける理論研究として、初めにKanodia / Steinフレームワークを取り上げる。Kanodia [1980] やStein [1989] を基礎とするこのアプローチは、企業の意思決定が株価に影響を与えると同時に、逆に株価形成が企業の意思決定にも影響すると考える理論である。本節ではその中でも特にKanodia et al. [2004] における、無形資産測定のリアル・エフェクトについての理論を紹介する。同論文では、無形資産投資の測定について以下の3つのレジームが比較される。

- ① **完全情報レジーム**:有形投資は完全に測定され、無形資産に対する総支出およびその中で生産的部分、非生産的部分も完全に識別される
- ② **費用化レジーム**:有形資産は完全に測定されるが、無形資産への支出はすべて営業支出に混入される
- ③ **無形資産測定レジーム**:無形資産は測定・開示されるが、生産的部分と非生産的部分の区別、営業支出と無形資産支出の区別、無形資産と有形資産の区別のそれぞれにおいてノイズが生じる

分析の結果、完全情報レジームに比べ、費用化レジームと無形資産測定レジームのいずれにおいても、

企業の投資が最適水準よりも過少となることが明らかになった。なぜならば、費用化レジームにおいては無形資産への投資が企業の報告利益を減少させ、これが市場からバッドニュースと解釈されることから企業は投資水準を引き下げる。また、無形資産測定レジームにおいては、測定におけるノイズの存在に起因する情報コストにより株価にマイナスの影響が生じうるため、企業の過少投資につながるためである。

さらに著者たちは、費用化レジームと無形資産測定レジームを比較し、どちらが望ましいのかを分析した。その結果、測定ノイズを所与とすれば資本ストックにおける無形資産の割合が十分に大きい場合には無形資産測定レジームのほうが費用化レジームより望ましく、逆に無形資産の割合を所与とすれば測定ノイズが十分に小さい場合には無形資産測定レジームのほうが望ましいと結論づけた。すなわち、無形資産測定の重要性および信頼性が十分に高いときには、費用化ではなく測定を行うことで、過少投資が改善され、企業の資本ストックの増加につながると考えられる。

さて、本稿の対象であるのれんの会計処理は、上述のように日本基準とIFRSにおいて異なる処理が定められている。Kanodia et al. [2004] の枠組みに従えば、のれんの規則的償却を行う日本基準が「費用化レジーム」、規則的償却を行わないIFRSが「無形資産測定レジーム」に近い会計処理であると考えられる。すなわち、日本基準においてはのれん価値を測定しようとするのではなく規則的に費用化する一方、IFRSにおいては毎期のれんのストック価値を測定することが求められている。

このように考えるとき、Kanodia et al. [2004] における分析は両基準におけるのれんの処理の相違がもたらすリアル・エフェクトについて示唆をもたらす。費用化レジーム(≒日本基準)と無形資産測定レジーム(≒IFRS)を比較したとき、資本ストックに占める無形資産(のれん)の割合が多いほど、そして測定の精度が高いほど、無形資産測定レジームの方が費用化レジームよりも資本ストックの増加につながる好ましい処理となる。ここで、無形資産測定の精度について所与とすれば、無形資産の割合が多い企業ほど無形資産測定レジームを選好する可能性が高いと考えられる。さらに、その様な企業が実際に無形資産測定レジームを適用した場合には、無形資産投資を増加させ、資本ストックの増加につながると予想される。

すなわち、本理論を日本基準とIFRSにおけるのれんの会計処理に適用すれば、のれんの割合が多い企

業ほど IFRS を任意適用する可能性が高く、さらに実際に任意適用を行うと、M&A の増加等を通してのれんがさらに増加すると考えられる。

## 2.2. 経営者のインセンティブに関する研究

続いて、経営者のインセンティブの観点から、のれんの会計処理が企業行動へ与える影響について考察を行う。Watts and Zimmerman [1986] では、経営者による利益マネジメントの動機としてボーナス制度仮説、財務制限条項仮説、政治費用仮説の3つを提示している。このうち、ボーナス制度仮説と財務制限条項仮説が当期の利益増額を行うインセンティブに関する仮説である。

ボーナス制度仮説では、会計利益連動型の経営者報酬制度が設けられている場合、経営者は私的利益の追求により当期の利益を増額させるインセンティブを持ち、将来から当期に利益をシフトさせるような会計手続きを選好するとされる。また、財務制限条項仮説では、企業の財務制限条項が会計数値ベースで定められている場合に、条項への抵触の可能性が高まるほど、経営者は抵触を回避するために当期の利益を増額させるインセンティブを持つとされる。

以上のような観点に立つとき、本稿が対象とするのれんの会計処理の相違は、企業の行動にどのような影響を与えようであろうか。上述の通り、日本基準と比べ IFRS では、のれんの償却費が計上されなくなる分だけ、利益が押し上げられる。したがって、当期利益の増大を志向する近視眼的な経営者は、IFRS の任意適用を選好する可能性がある。さらに、この利益増大効果は、自社の内部成長よりも他社との合併・買収による成長に依拠し、のれんを多く抱えるような企業ほど大きなものとなる。すなわち、内部成長を行う場合には広告宣伝費や研究開発費として費用計上されていたような投資の一部が、合併・買収による成長を行う場合にはのれんとして資産計上され、IFRS のもとではこれが償却されないために、内部成長を行った場合と比較して利益が押し上げられる効果が生じる。このため上記のような近視眼的な経営者は、IFRS 適用を行うと、以前に比べ合併・買収による成長へと重きを移し、結果としてのれん計上額の増加に繋がる可能性がある。

加えて、のれんの会計処理の相違は企業の会計政策にも影響を及ぼす可能性がある。規則的償却を行わない IFRS においてのれんが減価されるのは、減損損失の計上が行われる場合のみである。しかし経営者によるのれん価値の見積もりは極めて主観的な評価であり、妥当性の検証は困難である(Watts[2003])ため、減損損失の認識には経営者の裁量が介入する

余地が大きい。よって経営者が短期的な利益増大のインセンティブを持つ場合、減損損失の認識を恣意的に遅らせる可能性がある。

むしろ、減損損失の遅延はのれんの規則的償却を行う日本基準のもとでも生じうる。しかし、規則的償却により毎期のれんの価値が減少している場合には、この減少した簿価よりもさらに実際の価値が低下した場合のみ、減損処理が必要となる。これに対し IFRS のもとでは、当初計上されたのれん価値からの減少部分はすべて減損損失として認識する必要がある。このため、IFRS の方が日本基準に比べ、減損損失の認識において経営者の裁量に委ねられる部分が大きく、このため上述のような機会主義的行動に利用されやすいといえる。したがって IFRS の任意適用を行うことで、経営者によるのれん減損損失の認識の遅延が加速される可能性がある。

以上のように本節では、日本基準と IFRS におけるのれんの会計処理の相違がもたらしうるリアル・エフェクトについて、関連する理論研究を通して考察を行った。無形資産測定による株価への影響を経営者が想定することで企業の投資行動に影響が生じるとする Kanodia / Stein フレームワーク、そして経営者のインセンティブに関して Watts and Zimmerman [1986] の提示するボーナス制度仮説や財務制限条項仮説を通じた検討の結果、のれんの会計処理の変更は企業の投資行動や会計政策に影響を及ぼす可能性があることがわかった。次節ではこれらの点に関し、国内外の実証研究を通して考察を行う。

## 3. 実証研究からの考察

### 3.1. 規則的償却の有無とのれん比率の関連性に関する研究

理論研究からの考察により、日本基準と IFRS におけるのれんの規則的償却の有無の相違に起因して、IFRS 任意適用と企業ののれんの多寡には密接な関連性があることが示唆された。すなわち、のれん比率が高い企業ほど、のれん非償却による利益押し上げ効果による便益が大きいため IFRS を任意適用する可能性が高い。そして IFRS 任意適用を行うと、内部成長よりも M&A に重きをおいた投資戦略が利益最大化の観点から有利になるため、M&A の増加を通じてのれん比率がさらに高まることが予想される。本項では、これらの仮説を検証した実証研究を紹介する。

はじめに、のれん比率が高いほど IFRS 任意適用を行う可能性が高い傾向を報告する研究として、笠井・姉川 [2015]、金 [2016]、金 [2017]、天野 [2018a] が挙げられる。これらはいずれも、IFRS

任意適用の有無を表すダミー変数を目的変数としたロジットモデルないしプロビットモデルにおいて、説明変数にのれん対総資産比率を用いた推定を行い、その係数が有意な正の値であることを報告している。すなわち、のれん比率が高い企業ほど IFRS 任意適用を行う可能性が高いことが示唆されている。

続いて、IFRS 任意適用がのれん比率の増加に繋がることを示す研究を取り上げる。上記の実証研究の中で、天野 [2018a] のみが、IFRS 任意適用がのれん比率の増加に与える逆方向の因果関係についても検証を行っている。同論文では、IFRS 適用企業と非適用企業を比較し、IFRS 適用前後でのれん比率の差に変化が生じたかを検証している。上述のロジットモデルに基づき傾向スコアマッチングを行い、差分の差分法により分析を行ったところ、IFRS 適用企業は非適用企業に比較して、IFRS 適用前後で有意にのれん対総資産比率が増加していることがわかった。この結果は前節の理論研究のレビューを通じて検討したように、IFRS 適用によりのれん償却費がなくなることによって、経営者が内部成長よりも M&A に重きをおいた戦略を取るようになり、結果としてのれんの比率が増加した可能性を示唆している。

### 3.2. 規則的償却の有無と M&A のパフォーマンスに関する研究

前項では、のれん比率が高い企業ほど IFRS を任意適用する可能性が高いこと、そして IFRS 任意適用を行うと、さらにのれん比率が増加する傾向にあることを示す結果を紹介した。それでは、IFRS 任意適用後ののれん比率の増加が積極的な M&A の実施によるものだとすれば、それは企業にとって望ましい経済的帰結を生じさせるのであろうか。

経営者が M&A の実施に際して合理的に意思決定を行い、潜在的な案件のうちで収益性の高いものから順に実行しているとすれば、IFRS 適用に起因して増加する M&A は、これまでに実行されていた案件に比べて収益性が低いことが予想される。とりわけ、前節で取り上げたように経営者報酬や財務制限条項が会計数値ベースで規定されるような場合には、このような傾向が顕著になると考えられる。なぜならば、のれんを非償却とする IFRS のもとでは、M&A を積極的に実施すれば少なくとも短期的には利益が増大する可能性が高い。よって、経営者報酬の増大や財務制限条項への抵触を避けたい思惑が経営者にある場合には、長期的には収益性の低い M&A であっても短期的な利益の増大のために実行するという機会主義的行動が生じうるからである。

このような、のれんの規則的償却の廃止が M&A の

パフォーマンスに与える影響を検証した論文として、Cedergren et al. [2015] と天野 [2017] が挙げられる。Cedergren et al. [2015] は米国で 2001 年に SFAS142 号が導入され、それまで行われていたのれんの規則的償却が廃止された際のサンプルを用い、導入前後の M&A のパフォーマンスを比較している。その結果、SFAS142 号の導入後に M&A のパフォーマンスは有意に低下していた。

天野 [2017] では、日本の IFRS 任意適用企業のサンプルを用いて、同様に M&A のパフォーマンスへの影響を検証した。傾向スコアマッチングと差分の差分法による分析を行った結果、IFRS 適用企業は非適用企業に比べ、IFRS 任意適用後に M&A のパフォーマンスが低下していることが明らかになった。

### 3.3. 規則的償却の有無と減損の適時性に関する研究

続いて、のれんの規則的償却の有無と、のれんの減損損失の適時性の関連性についての実証研究を紹介する。第 2 節で論じたように、のれんの規則的償却を行う日本基準に比べ、IFRS ではのれんの減損損失の計上における経営者の裁量の余地が大きい。このため、経営者が近視眼的に行動する場合には、減損損失の認識が遅延し、適時性が低下する可能性がある。

米国における SFAS142 号の導入前後のサンプルを用いた研究では、多くが規則的償却の廃止により のれんの減損損失の適時性が低下したという結果を報告している (Hayn and Hughes [2006], Li et al. [2011], Ramanna and Watts [2012], Li and Sloan [2017])。しかし、少数ながら適時性が上昇したとする結果も報告されており (Olante [2013] や Cedergren et al. [2015])、必ずしも一致した結論は導かれていない。

天野 [2018b] は、日本の IFRS 任意適用企業のサンプルをもちいてこの点を検証した。Li and Sloan [2017] と同様に業績指標と株価指標の双方でのれん減損損失の適時性を定義し、傾向スコアマッチングにより得られた IFRS 適用企業と非適用企業のサンプルについて、差分の差分法により IFRS 任意適用前後での適時性の変化を観察した。その結果、業績指標では明確な適時性の変化は見られない一方、株価指標では有意に適時性が低下したことが示されている。よって株価指標に着目する限り、日本のサンプルにおいても規則的償却の廃止はのれんの減損損失の適時性を低下させることが示唆されている。

以上のように本節では、のれんの規則的償却の廃止がもたらすリアル・エフェクトについての国内外の実証研究の結果を紹介した。はじめに、のれん比

率が高い企業ほど IFRS を任意適用する傾向にあり、IFRS 適用後にはさらにのれん比率が上昇する結果を取り上げた。次に、規則的償却の廃止後に M&A のパフォーマンスが低下しているとする報告結果を紹介した。最後に規則的償却の廃止によるのれんの減損損失の適時性の変化について、必ずしも一致した結論は導かれていないものの、比較的多くの研究で適時性が低下した証拠が報告されていることを述べた。次節ではこれらの結果を踏まえ、日本におけるのれんの規則的償却の是非について提言を行う。

#### 4. 規則的償却の是非に関する提言

##### 4.1. 短期的な視点での提言

初めに、現在から数年後という短期的な視点において、日本でのれんの規則的償却を廃止すべきか否かについて、3つの事例を通して検討を行う。

##### 事例①：日本郵政

第2節および第3節で検討したように、のれんの規則的償却の有無は企業ののれん比率と密接な関連を持つと考えられる。すなわち、のれん比率の高い企業ほど、IFRS のように規則的償却を行わない会計基準を選好し、また規則的償却が廃止されると、企業ののれん比率は更に増加することが予想される。

この点に関する参考事例として、日本郵政によるトール社の買収事例を検討する。日本郵政は2015年、東証一部上場に先立ってオーストラリアの物流会社トール・ホールディングスを買収した。買収価

格は約6,000億円であり、このうち4,000億円以上がのれんとして計上された<sup>1</sup>。日本郵政は日本基準を採用しており、当初はこののれんを、20年に渡り規則的に償却する計画であった。しかしながら、この巨額ののれんの償却費が利益へ与える悪影響への懸念から、同社の西室泰三社長（当時）は2015年3月18日の社長会見にて次のようにIFRSの任意適用を検討していることを明らかにしている<sup>2</sup>。

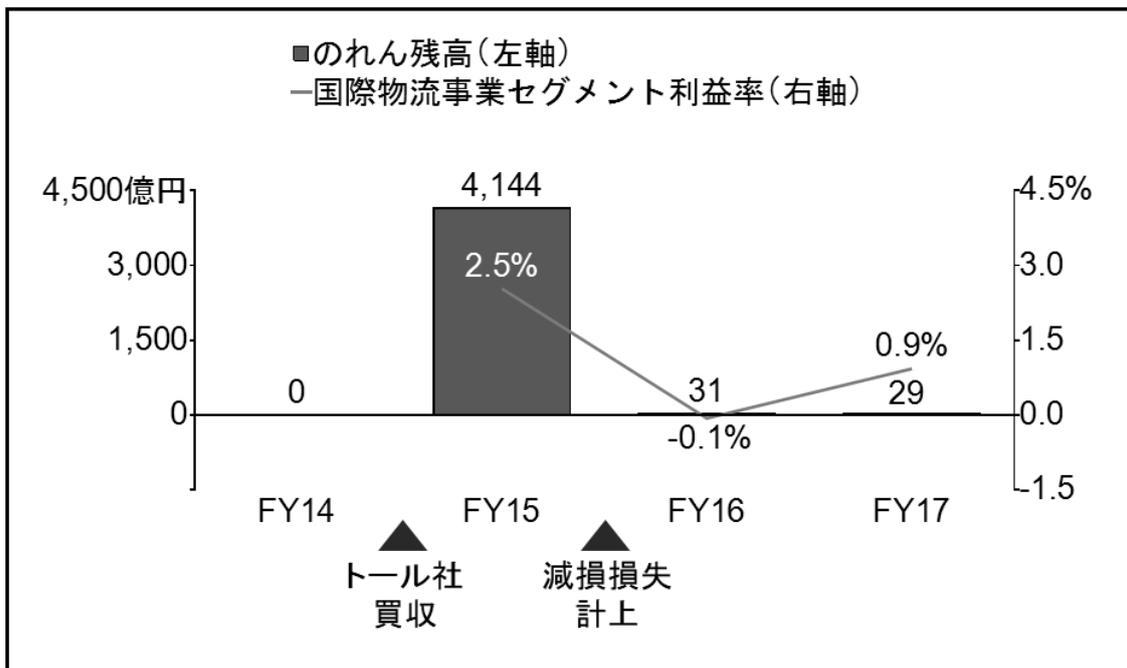
“IFRSの採用という方向で、私どもは準備を始めたというのは、いろいろ私どもが、この前トール社の買収で相当多額の投資をすることになりました。それで、つまり償却をしていたら赤字になるのではないか、大変だねという評論を書いておられる方が何人もいらっしゃった。（中略）その方向を目指すということは、つまりあの分についての全額を20年なり、10年なりで償却しなければいけないというような負担はないように私どもは考えたいと、そういうことです。（中略）簡単にあれを買ったら10年償却だ、20年償却だ、財政的に心配だろうみたいな議論があるので、そうではない方法もありますよという提示をしているということです”

この事例は、大型買収によるのれん比率の増加が、償却費負担を嫌う企業のIFRS任意適用に繋がりを示している。なお、同社による買収翌年度の2016年度にはトール社の業績が著しく悪化し、国際物流事業に係るのれん代の全額を減損損失として計上したことは記憶に新しい（図2）。

<sup>1</sup> 日本郵政株式会社2016年3月期有価証券報告書より

<sup>2</sup> 日本郵政グループウェブサイトニュースリリースより

図2: 日本郵政ののれん残高推移



出所: 有価証券報告書に基づき筆者作成

事例②: ソフトバンク

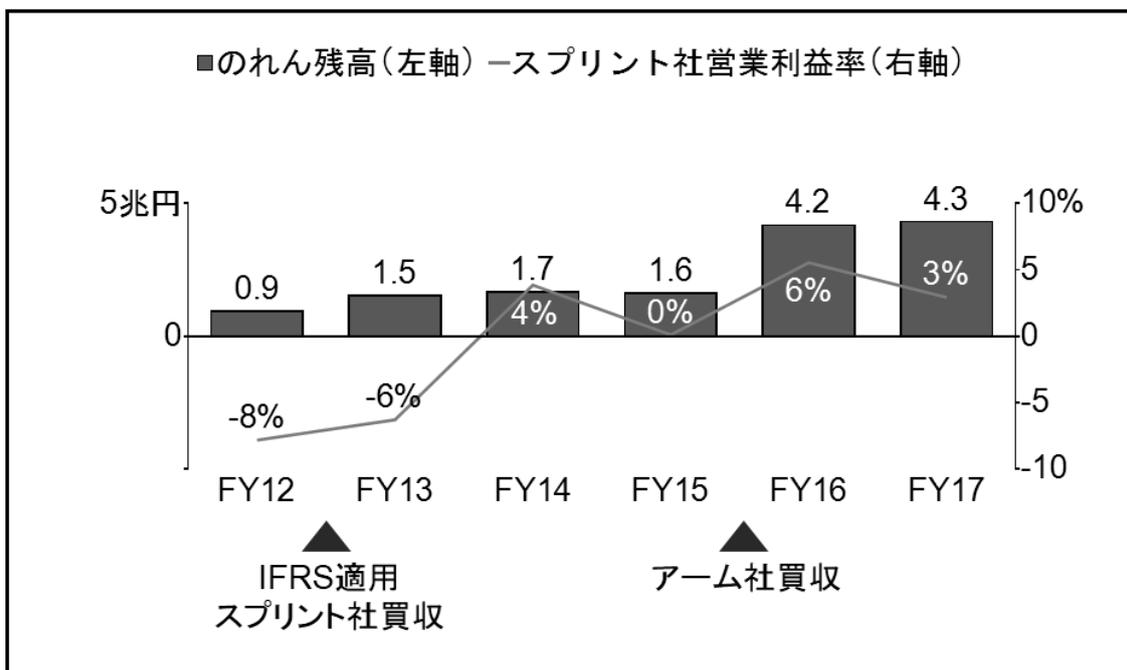
次に、のれんの規則的償却の廃止と M&A のパフォーマンスとの関連性について、ソフトバンクグループによるスプリント社買収の事例を通して考察する。ソフトバンクは2014年3月期より IFRS を任意適用しており、この年に米国のスプリント社を始めとした5社を総額約2.7億円で取得している。同年のアンニュアルレポートにおいて、ソフトバンクグループの君和田和子執行役員は以下のように述べている。

“当社は M&A を積極的に行ってまいりましたのでのれんの額が大きく、IFRS 適用に伴う規則的な償却の停

止により、営業利益が1,087億円(2013年度実績)押し上げられました。(中略)償却の負担が最初から生じないことにより、M&A に及び腰にならなくて済むようになったと言えると思います”

このコメントからも、IFRS 適用によるのれんの規則的償却廃止が、同社の積極的な M&A 戦略を加速させたことが窺える。IFRS 適用初年度におけるスプリントを始めとする大型買収は、その現れと見ることができるだろう。この買収によりソフトバンクののれん残高はそれまでの1.5倍以上に増加した。さらに2016年度にはアーム社の買収により、のれん残高は4兆円を超えている。(図3)。

図3: ソフトバンクののれん残高推移



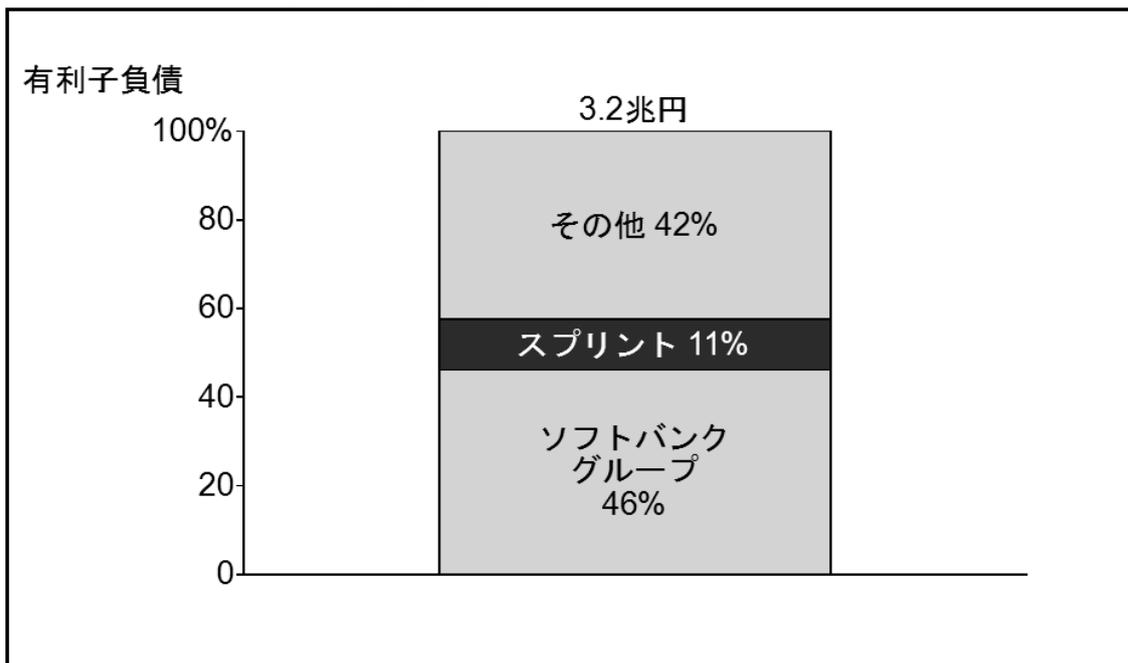
出所: 有価証券報告書に基づき筆者作成

しかしながら、図が示すようにスプリント社の業績は低迷し、買収前後に2期連続で営業赤字を計上している。長期的には緩やかに上昇傾向にあるとはいえ、少なくとも現時点において、スプリント社が買収価格に見合ったパフォーマンスをあげているとは言い難い。また、2018年3月期においてソフトバンクグループの連結有利子負債3.2兆円のうち、スプリントの負債が11%にあたる約3,600億円を占めており、グループの財政を圧迫している(図4)。2018年4月には、スプリントと米国携帯電話事業3位のTモバイルUSの経営統合での合意が発表された。統合が実現すれば新会社はドイツテレコム

の連結対象から外れる。今回の統合合意は、買収後4年が経過しても低調なパフォーマンスが続くスプリント事業を損切りしたいソフトバンクグループの思惑によるものとも見られる。

以上のようにソフトバンクによるスプリント社買収の事例は、現在のところソフトバンクにとって好ましい結果を生み出しているとは言い難い。したがって本事例は、IFRS適用によるのれんの規則的償却の廃止が積極的なM&Aを誘発したものの、優れたパフォーマンスには結びつかなかった例として捉えることができる。

図4: ソフトバンクの有利子負債内訳



出所: 有価証券報告書に基づき筆者作成

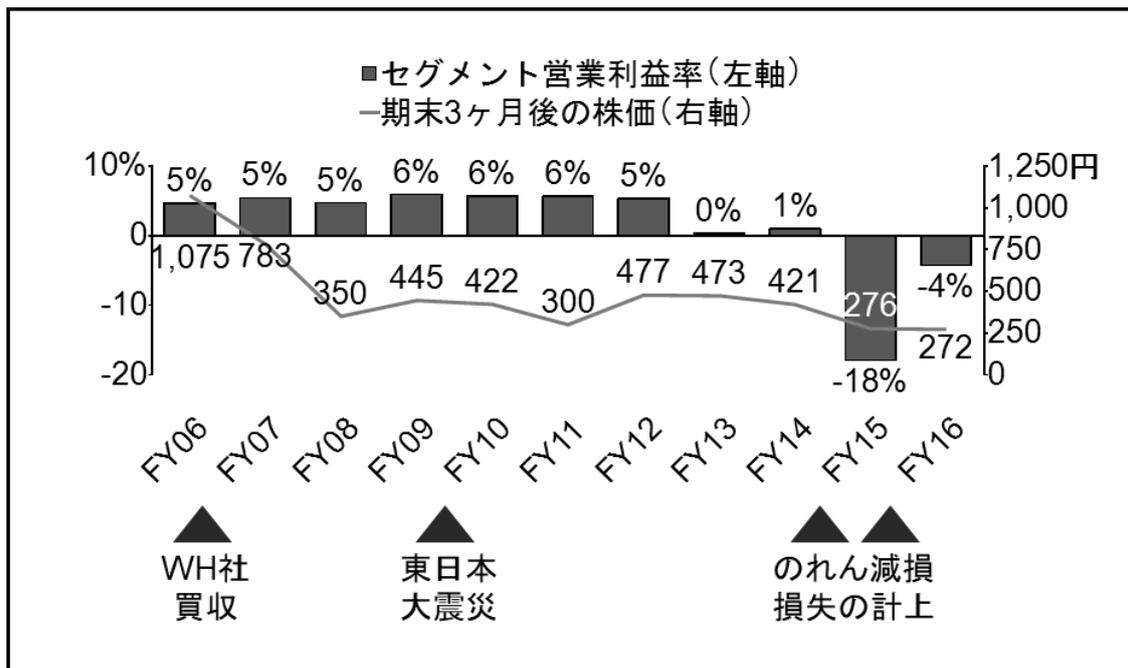
### 事例③: 東芝

最後に、のれんの規則的償却の有無とのれん減損損失の適時性との関連について、東芝によるウェスチングハウス社（以下、WH）買収の事例を通して考察する。東芝は2006年にWHを約6,000億円で買収して以降、原子力発電事業に注力してきた。しかし東日本大震災をきっかけとした需要の伸び悩みもあり、2015年度、2016年度に連続でのれん減損を含む巨額の減損損失を計上している。東芝はIFRSと同様にのれんの規則的償却を行わない米国会計基準を採用している。このため、WH買収に伴い計上された約4,000億円ののれんは、2015年度に減損損失が認識されてはじめて減価されることになった。

図5は、東芝の原子力発電事業を含むセグメントの営業利益率と、同社の株価の推移を表している。初めに営業利益率に着目すると、WH買収以降2012年度までは一定水準を保っていたが、2013年度に大きく下落しており、震災をきっかけとした業績悪化が表れている。しかし、減損損失が計上されたのは

2期後の2015年度であり、事業価値の毀損から減損の計上までに2年のラグが存在していると考えられる。次に株価に目を向けると、WH買収直後の2年で大きく下落しており、市場は当初から買収の失敗を予期していた可能性がある。実際に、2013年度に営業利益率が大きく下落した際にも株価に大きな変動は見られない。しかしながら、2015年に減損損失が計上された際には再び株価が下落しており、減損損失の計上が何らかの新たな情報を市場に伝達した可能性がある。すなわち、事業価値が毀損した際に減損損失の計上が適時に行われていなかったために、市場は十分に情報を得ることができず、一時的に同社を過大評価していた可能性が考えられる。以上のように東芝によるWH買収の事例は、のれんの規則的償却を行わない会計基準のもとでは減損損失の認識が適時に行われず、また減損損失の認識の遅延により、株式市場は部分的に企業を過大評価する可能性を示唆している。

図5: 東芝のセグメント利益率と株価の推移



出所: 有価証券報告書および日経NEEDS FinancialQUESTに基づき筆者作成

ここまで、近年に生じた3つの大型買収の事例を通じて、のれんの規則的償却の有無がもたらす帰結を考察してきた。これらの事例は、第3節で検討した実証研究の結果とも整合的である。したがって、少なくとも現在から数年後という短期的な視点に立てば、のれんの規則的償却を廃止することは、パフォーマンスの低いM&Aの増加や減損損失の適時性の低下に繋がる可能性があるため、望ましくないと考えられる。

提言1: 短期的には、のれんの規則的償却を廃止するべきではない

#### 4.2. 長期的な視点での提言

しかしながら、10年、20年といった長期的な視野で考える場合、実体経済のあり方の変容とともに望ましい会計基準も変わってくる可能性がある。本項では、第2節で検討した理論研究に基づいて、将来的にどのような前提条件が変化した場合に、のれんの規則的償却を廃止したほうが望ましい帰結を生じさせるのかを検討する。

##### 前提条件①: のれん比率

第一に着目すべき前提条件は、日本企業ののれん比率である。Kanodia et al. [2004]によれば、資本ストックに占める無形資産の割合が高いほど、無形資産測定レジームが費用化レジームよりも望ましくなる。したがって、日本企業ののれん比率が高まれば高まるほど、その価値を測定することの重要性が高まり、規則的償却により費用化するよりも、毎

期の減損テストでストックの価値を捉えようとする処理のほうが望ましくなると考えられる。

しかし現時点では、日本企業ののれん比率は対純資産比で約4%であり、欧米企業の30%前後に比べて圧倒的に低い水準にとどまっている(企業会計基準委員会 [2016])。これは、欧米に比べて日本企業の実施するM&Aの件数、金額が少ないことによるものであると推察できる。したがって現時点において、日本企業ののれんのストック価値を測定することの必要性は、欧米に比べて相対的に小さいと言える。しかしながら、日本企業によるM&Aの件数、金額は年々増加してきており、将来的にはのれん比率も欧米に近い水準まで増加していく可能性も考えられる。そのような状況になれば、規則的償却を廃止し、毎期の減損テストで価値を測定するような会計処理が望ましくなるかもしれない。

##### 前提条件②: のれん測定精度

第二の条件は、企業がのれんの価値を測定する精度である。Kanodia et al. [2004]が示す、無形資産測定レジームが望ましい処理となるもう一つの条件は、無形資産測定精度であった。この精度が高いほど、測定ノイズによる情報コストが小さく、無形資産を費用化するよりも、測定するレジームが望ましくなる。すなわち、のれん価値の測定精度が向上すれば、規則的償却を行わない方が望ましい状況になりうる。

もとより、のれん価値の見積もりは主観的な評価であり、妥当性を検証するのは難しい。しかし、将来的にはその精度が向上する可能性もある。例えば、

日本企業が今後ますます積極的にM&Aを実施するようになれば、経験の累積によって買収企業のデュー・デリジェンスの能力が向上し、過大な買収価格に起因するのれんの過大計上は減少しうる。また、前項で取り上げたように近年、大型買収の直後に巨額のものれん減損が計上される事例が頻発している。こうした事例から株主が学習し、企業のものれん価値の評価に厳しい目を向けるようになれば、過大なれん計上や減損の遅延が生じにくくなり、報告数値の精度が向上する可能性もある。

のれん価値の測定精度の変化を検証するうえでは、のれんの価値関連性に注目することが有効である。効率的な市場を前提とすれば、のれんの測定精度が高まるほど、報告されるのれんと株価との関連性が高まると考えられるからである。日本企業のものれんの価値関連性を検証した先行研究は多数存在し(永田[2002], 北川[2006], 山地[2008], 石井[2016]), 将来的にこの領域の研究の結果がどのように変化していくかを確認することは、日本企業のものれん測定精度の変化を考察する一つの手がかりになると考えられる。

### 前提条件③：ガバナンスの有効性

第三の条件は、経営者に対するガバナンスの有効性である。第2節第2項において、経営者が短期的な利益最大化のインセンティブを持つ場合には、のれんの規則的償却の廃止はM&Aのパフォーマンス低下や、のれん減損の遅延に繋がりうることを論じた。そして第3節で取り上げた実証研究の結果は、実際にこうした経営者の機会主義的行動が発現していることを示唆している。したがって、のれんの規則的償却を廃止するうえでの前提条件として、こうした行動を抑制するようなガバナンスの有効性が向上することが不可欠である。

いくつかの先行研究(AbuGhazaleh et al. [2011], Majid [2015])は、のれんの減損がビッグバスや利益平準化といった目的のために恣意的に計上されているものの、効果的なガバナンスが行われている場合にはこうした機会主義的行動が抑制されることを報告している。ここでガバナンスの有効性を表す指標としては、独立取締役の割合、取締役による株式保有割合、外部株主による株式保有割合などが用いられている。今後日本企業をサンプルとした実証研究において、このようなガバナンスの有効性を表す指標と、それに伴う経営者の機会主義的行動の傾向がどのように変化していくかを観察することで、のれんの規則的償却の是非を論じる上での手がかりを得ることができるであろう。

以上の考察を踏まえ、長期的な視点でのれんの規則的償却の是非について、以下の提言を行う。

提言2：長期的には、日本企業のものれん比率、のれん測定の精度、ガバナンスの有効性の変化に着目し、のれんの規則的償却の是非を継続的に検討すべきである

## 5. 結論

本稿は、日本の会計基準におけるのれんの規則的償却の是非について、会計基準のリアル・エフェクトの観点から検討を行った。初めに、関連する理論研究を通して、規則的償却の是非を論じる上で、のれん比率の多寡と測定精度が鍵となることや、経営者の近視眼的行動と、のれんの規則的償却の廃止に関連性があることを述べた。次に、関連する実証研究を踏まえ、のれん比率と会計基準の選択の間に関連性が存在すること、規則的償却の廃止がM&Aのパフォーマンスの低下につながることで、規則的償却の廃止がのれん減損損失の適時性の低下を招きうることを明らかにした。最後にこれらの先行研究から得られる知見を踏まえ、日本におけるのれんの規則的償却の是非について提言を行った。まず短期的な視点では規則的償却を廃止すべきでないことを指摘した。その上で長期的な視点では、日本企業のものれん比率、のれんの計上および減損テストの精度の向上、経営者の近視眼的な行動を防ぐガバナンス制度の整備に注目し、規則的償却の是非を継続的に検討すべきであると結論づけた。

本稿の貢献は、先行研究における学術的知見を整理するだけにとどまらず、そこから得られる会計基準設定実務に対するインプリケーションを検討し、短期的・長期的な視点から提言を行った点である。IFRSと日本基準との間の大きな相違点として残るのれんの規則的償却の有無は企業や株式市場に大きな影響を与える可能性を含んでおり、学術研究がもたらす客観的証拠をもとに社会全体で広く議論が行われていくべきである。

一方で本稿の限界としては、のれんの規則的償却の是非について、会計基準のリアル・エフェクトの観点からのみ論じている点である。本テーマは、株式市場や負債市場への影響など、本稿とは異なる様々な角度からも論じられるべきである。本稿で得られた結論はあくまで、リアル・エフェクトの観点から検討した限定的なものである点には留意されたい。

総じて、本テーマに関する学術研究の蓄積は極めて初期段階にある。このような萌芽的な研究領域においては、少ないながらも得られた手がかりを集めて仮説を立て、それを新たな研究が検証する、という試行錯誤のプロセスを繰り返していくことが肝要である。本稿がそのための一つのたたき台として、将来的な研究の登場を加速させる役割を担えれば幸いである。

## 参考文献

- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares and C. Roberts, 2011. Accounting Discretion in Goodwill Impairments: UK Evidence, *Journal of International Financial Management and Accounting* 22 (3)165–204
- Cedergren, M., B. Lev and P. Zarowin, 2015. SFAS 142, Conditional Conservatism, and Acquisition Profitability and Risk, Working paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2695055>
- Hayn, C. and P. J. Hughes, 2006. Leading Indicators of Goodwill Impairment, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 21 (3)223–265
- Kanodia, C. and H. Sapiro, 2016. A Real Effects Perspective to Accounting Measurement and Disclosure: Implications and Insights for Future Research, *Journal of Accounting Research* 54 (2)623–676
- Kanodia, C., 1980. Effects of Shareholder Information on Corporate Decisions and Capital Market Equilibrium, *Econometrica* 48 (4)923–953
- Kanodia, C., H. Sapiro. and R. Venugopalan, 2004. Should Intangibles Be Measured: What Are the Economic Trade-Offs, *Journal of Accounting Research* 42 (1)89–120
- Li, K. K. and R. G. Sloan, 2017. Has Goodwill Accounting Gone Bad?, *Review of Accounting Studies* 22 (4)964–1003
- Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman and I. X. Zhang, 2011. Causes and consequences of goodwill impairment losses, *Review of Accounting Studies* 16 (4)745–778
- Majid, J. A., 2015. Reporting incentives, ownership concentration by the largest outside shareholder, and reported goodwill impairment losses, *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 11 (3)199–214
- Olante, M. E., 2013. Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses — Evidence from the US, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 29 (2)243–254
- Ramanna, K. and R. L. Watts, 2012. Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment, *Review of Accounting Studies* 17 (4)749–780
- Stein, J. C., 1989. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *The Quarterly Journal of Economics* 104 (4)655–669
- Watts, R., 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanation and Implications, *Accounting Horizons* 17 (3)207–221
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman, 1986. *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall
- 天野良明, 2017. 「IFRS 任意適用が M&A の収益性へ与える影響」, 『みずほ証券寄附講座研究奨励賞』『京都大学経済学研究科修士課程優秀論文賞』受賞論文
- 天野良明, 2018a. 「IFRS 任意適用とのれんの関連性」, 『経済論叢』192 (1)77–102
- 天野良明, 2018b. 「IFRS 任意適用とのれん減損の適時性」, 『経済論叢』192 (2)65–89
- 石井孝和, 2016. 「のれん情報の価値関連性及び将来業績との関連性」, 『証券アナリストジャーナル』54 (5)35–44
- 笠井優雅・姉川知史, 2015. 「IFRS 適用の決定要因と株価および管理会計に与える影響」, 慶應義塾大学学術情報リポジトリ
- 企業会計基準委員会, 2016. 「のれん及び減損に関する定量的調査」, リサーチ・ペーパー第2号
- 北川教央, 2006. 「買入のれんの償却費用に対する証券市場の評価」, 『六甲台論集 経営学編』52 (4)67–83
- 金鐘勲, 2016. 「K-IFRS を自発的に適用した韓国企業の特徴」, 一橋大学機関レポジトリ
- 金鐘勲, 2017. 「IFRS 適用の経済的帰結に関する実証研究: 情報の非対称性の観点から」, 一橋大学機関レポジトリ
- 永田京子, 2002. 「連結財務諸表上の「のれん」に対するわが国証券市場の評価」, 『企業会計』54 (2)114–121
- 西川郁生, 2014. 「のれんの会計処理の変遷と最近の動向」, 『企業会計』66 (12)16–24
- 山地範明, 2008. 「連結のれんと連結のれん償却費の価値関連性に関する実証研究」, 『ビジネス&アカウンティングレビュー』, 3, 39–50

---

## 第10回プロネクサス懸賞論文 佳作

### 「株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の情報反映度を高めるか？ —株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザインに対する提言—」

黒崎 菜緒 (北九州市立大学 経済学部 3年)  
小野 晶絵 (北九州市立大学 経済学部 3年)



---

#### 1. はじめに

白黒(無色)→緑色→黄色→ピンク色→青色。これは、味の素株式会社(2802)の株主総会招集通知の表紙で使用されている色の変遷である。2012年度には白黒の無色の何ら工夫のない株主総会招集通知だったものが、2013年度から大幅に刷新されている。2013年度から色付きの表紙になり、企業のロゴやメッセージが掲載され、役員を紹介には全て顔写真が掲載されるようになった。さらに、随所に自社の製品の写真が掲載され、財務に関するデータについても色付きで見やすくなっていることが指摘できる。日本経済新聞(2018年9月5日朝刊)によると、「招集通知をカラーにしたのを契機に顔写真も載せた。株主にフレンドリーな内容にした」というような企業が増加しており、株主総会招集通知における企業側の工夫が注目されている。ただし、企業がこのような工夫をしているにもかかわらず、どのような効果をもたらしているかについての研究はまだ行われていないように思われる。

一方で、株主総会については、従来から指摘されている株主総会集中の問題もある。日本経済新聞(2018年6月22日朝刊)によると、株主総会集中日の開催企業数は1997年の2351社をピークに2018年には662社へと分散化が進んでいるとはいえ依然として多くの企業は集中日に株主総会を開催している。株主総会を集中日に開催する動機は企業によって異なるかもしれないが、近年では、企業が自社の有利になるように意図的に株主総会のタイミングや開催場所を設定(変更)させていると主張する研究もある。

本研究の目的は、このような背景を踏まえて、株

価の情報反映度(informativeness)の観点から、株主総会招集通知のデザイン変更や株主総会開催タイミングが株式市場にどのような影響を及ぼしているかを分析することで、好ましい株主総会招集通知のデザインや株主総会開催タイミングに対する示唆を得ることである。株主総会開催タイミングについては米国を中心にいくつかの先行研究があるものの、株主総会招集通知のデザインについては、われわれが知る限り初めての試みである。この点が本研究の最大の特徴と言えるであろう。

本研究では、日本企業が株主総会開催のタイミングを計っていること、日本企業による株主総会招集通知の工夫(デザイン変更)が株価の情報反映度には影響を与えていないことを明らかにしている。

本研究の構成は以下の通りである。2節では株主総会と株主総会招集通知の特徴について説明し、それに関連する先行研究を概観する。3節では実証分析の方法について説明する。4節では実証分析の結果を述べる。5節では実証結果を踏まえた提言を行う。6節では結論を述べ、今後の課題についても述べる。

#### 2. 株主総会と株主総会招集通知<sup>1</sup>

##### 2.1. 株主総会

株主総会は株式会社の最高機関であり、会社にとって基本的な重要事項に関する決定権を有している(トーマツ(2003))。基本的な重要事項とは、合併や営業譲渡、資本の減少、解散などを指す。株主総会は、株主全員によって構成されるため、定期または臨時に召集することにより開催される会議によって意思決定が行われている。

---

<sup>1</sup> ここでの内容はトーマツ(2003)と森・濱田松本法律事務所(2018)を参考にしている。

株主総会には定時総会と臨時総会があるが、臨時総会には、取締役会招集を決定した総会と少数株主が裁判所の許可により招集する総会の2種類がある。定時総会は毎年1回一定の時期に開催する。臨時総会は、必要があるとされた場合に開催される。ただし、半年決算会社は毎決算期ごとに定時総会を開催する必要がある。定時総会では、計算書類に関する処理が行われるほか、定款変更、取締役・監査役を選任等、商法または定款で定められた株主総会の決議事項もしくは報告事項が議題となるのがほとんどである。一方、臨時総会においては定時総会での議題と定められている計算書類の処理や、自己株式取得に関する決議以外の商法または定款で定められた決議事項および報告事項が議題となる。

株主総会は、原則として本店の所在地または本店に隣接する地に招集することを要する。本店に隣接する地とは、最小行政区画を意味しており、市町村および東京都の特別区を意味する。さらに、「定款で定めた招集地と異なる場所に総会を収集した場合または定款に別段の定めがないにもかかわらず本店の所在地またはその隣接地以外で総会を招集した場合は、取締役が過料に処せられるか、決議取消の事由になる。

## 2.2. 株主総会招集通知

株主総会の招集通知の記載事項には、会議の目的事項、議案の要領に加えて、合議体の招集である場合には、開催日時と開催場所が記載される。これらが記載された書類が招集通知である。しかし、一般的には、商法規定による添付書類や商法特例法もしくは委任状勧誘規則（上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規則）による議案に対する参考書類を含めて招集通知という場合が多い。招集通知には、会社の区分に応じて、営業報告書、貸借対照表、損益計算書、利益処分案または損失処理案、監査役の監査報告書、会計監査人の監査報告書をそれぞれ添付書類とすることが義務付けられている。

これらの事項を記載する招集通知には、法定された様式はないものの、慣行となっている様式があり、ほとんどの会社がこの様式を用いている。宛名については「株主各位」を用いる。日付については、発送日を記載するが、会日の14日以前に発送しなければならない。招集者については、会社の本店住所、会社名、招集者の職名・氏名を記載しなければならない。招集者は社長であることが多いが、代表取締役会長である例も多い。

森・濱田松本法律事務所(2018)は、近年の株主総会の招集通知のトレンドとして6つを挙げている。1つ目は「株主総会の電子化」で、株主総会参考書類や事業報告などの株主総会資料を、インターネットを通じて提供する流れのことである。2つ目は、「他の開示書類との統一性」で、企業と投資家との

対話の基盤となる情報開示が複数媒体にまたがって内容的にも重複があることから、これを統一しようとする流れのことである。以上の2つは主に、招集通知の提供の合理化・省エネ化の観点での動向である。一方、3つ目は「わかりやすさの向上」、4つ目は「コーポレートガバナンス・コード(CGコード)への対応」、5つ目は「議案への賛成率の向上」、6つ目は「統合的な情報開示と対話のツール」である。これら4つの要素は、大きく言えば、SR(シェアホルダー・リレーションズ=株主に向かった活動)の観点で、招集通知における任意的記載事項の充実が図られているという大きな流れの一環として位置づけられる。以下、6つの点について簡単に見てみよう。

### ①株主総会の電子化

WEB開示の実施が年々増加しており、上場会社の3分の2がWEB開示を利用している(2016年7月~2017年6月)。WEB開示は、定款の規定に基づき、株主総会参考書類、事業報告、計算書類、連結計算書類の全部または一部についてインターネットを通じて提供することを認める制度であり、企業にとって招集通知の印刷・郵送コストの削減も期待できる。

会社法改正の議論の中で、株主総会資料の電子提供制度の新設が検討されており、この制度が導入されると全ての株主総会提供資料について、株主の個別の承諾を得ることなくインターネットによる提供が可能になる。これにより招集通知の印刷・郵送コストの削減、紙面による制約をなくし、従来よりも株主に早期の資料提供ができたり、資料に盛り込む情報を充実させることができたり、株主とのコミュニケーションの質を向上させることも意図されている。

### ②他の開示書類との統一性

日本での上場会社の開示制度は法令上、事業報告・計算書類と、有価証券報告書の開示が求められ、実務上異なる時期に提供されるのが一般的であるが、これらを1つにして提供された方が投資家にとってはわかりやすく、企業側も業務負担の軽減にもなるため、可能な範囲で共通化を図る取り組みが進められている。

### ③わかりやすさ・見やすさの向上

既に企業が取り組んでいる工夫として、読みやすいフォントサイズを使用する、カラー化、インデックスを付けるといった対応が並ぶ。こうすることで個人株主に共感を持ってもらい、ファン株主を増やそうとしている。また、招集通知の英訳をする企業も増加しており、約3割の企業が英訳を実施、そのうち3分の1が全文の英訳、残りが一部(決議事項に関する書類)の英訳をしている。

#### ④CG コードへの対応

2015年6月から上場会社にCGコードの適用が開始され、CGコードに関連した招集通知の任意記載が増加している。CGコードの各原則における、「開示」・「説明」が求められる事項、議案の賛否の参考になる事項、株主の関心の高い事項を中心に招集通知に書くという動向が見られる。(例：社内取締役・監査役候補の指名理由、社外役員の独立性判断基準)

#### ⑤議案の賛成率の向上

招集通知に、議案の賛成率を向上させるための任意記載をする動向のことである。③のわかりやすさの向上も含まれるが、本文では議案の賛否の参考になる任意的記載事項、議決権行使助言会社や機関投資家の議決権行使基準を意識した記載もされる傾向があることを示している。また、機関投資家の議案の検討時間を十分確保すること(①～④の取り組み)や資料をできるだけワンストップ(統合化、一元化)することが重要。

#### ⑥統合的な情報開示

経営理念、経営戦略、ビジネスモデル、環境や社会への配慮、知的資産からガバナンスまで含む、いわゆる非財務情報の開示をしようとする流れのこと。投資家が中長期的に企業価値を評価するうえで、人材や技術、ブランドなど非財務情報が重要であるという認識が高まっている。企業の非財務情報を開示するに当たっての手引きとして「価値協創ガイド」があり、6つの項目(企業理念やビジョン等の価値観、ビジネスモデル、ESG やリスク等の持続可能性・成長性、戦略、成果と重要な成果指標、ガバナンス)を挙げている。

### 2.3. 先行研究

ここでは米国企業の株主総会のタイミングに関する分析を行っている Li and Yermack(2016)を取り上げて、先行研究の知見を概観する。

企業は株主総会の開催場所、開催日時、開始時間を自由に選ぶことができる。株主総会のほとんどは、毎年5月に開催されている。具体的には、4月の最後の週に始まり、5月末まで続くのが一般的である。Li and Yermack(2016)による曜日と開始時間によるデータでは、現地時間の午前10時に開始され、火曜日、水曜日、あるいは木曜日に開催されるケースが

多い。しかし、例外もあり、極端に早い時間であったり、遅い時間に行われることもある。例えば、アクチュアント社は2007年度の株主総会を午前8時から開始した。また、ほとんどの株主総会(サンプル企業の65%)は、本社から1マイル未満で行われているが、いくつかの株主総会は本社から100マイル以上離れた場所で開催されている。

Li and Yermack(2016)は年次株主総会の戦略的スケジューリング(strategic scheduling of annual shareholder meetings)について研究している。Li and Yermack(2016)は、企業が年次株主総会の開催場所を本社からかなり離れた場所に動かした場合、株主総会開催後6ヶ月間株価パフォーマンスが低下し、直後の年に予想を下回る利益をアナウンスする傾向があることを発見している。Li and Yermack(2016)は、経営者が将来のパフォーマンスについて悪い私的情報を持っていて、株主・アナリスト・メディアによる調査を避けようとする場合、そうした企業は遠隔地で株主総会をスケジューリングしていると主張している。株主総会が通常とは異なる時間帯に開催された場合、株主総会招集通知前に大部分の投票がネット上で行われていたとしても、投票参加者が減少することも発見している。

このように、Li and Yermack(2016)の研究は、企業(経営者)にとって都合の悪い情報(業績が低下するなど)がある場合、それを避けるために遠隔地で株主総会を行う傾向があることを指摘している。加えて、近年では投資家の注意力の限界(inattention)も指摘されている<sup>2</sup>。それは、株主総会集中日や金曜日(週末)における企業のアナウンスメント(情報開示)に対して、投資家の注意力が弱まるというものである。個人投資家の情報収集能力にも限界があるだろうし、金曜日は週末であり、株式市場への関心が薄れる曜日であるように思われる。すでに指摘したように、日本では未だに株主総会の開催日は集中している。株主総会集中日に株主総会が行われれば、個人投資家はそこから得られる情報を十分に処理できないかもしれない。さらに、米国では、最も悪い決算(利益)のニュース(bad news)が金曜日の夕方にアナウンスされる傾向があり、経営者が投資家との関係を減らすために、金曜日の夕方にアナウンスすることで、利益ニュース以上のものを隠そうとしていると主張している研究もある(Michael et al. (2016))。本研究はこのような点を考慮した分析を行う。

<sup>2</sup> 阿萬(2018)は、投資家タイプを機関投資家と個人投資家に分けた場合、証券投資を専業とする金融機関・機関投資家は組織的に、比較的十分な時間と資力・設備を利用可能であるため、情報収集・情報分析することへの制約は小さいものの、個人投資家は日頃から継続的に注目する銘柄数には限界があるうえに、それを分析する能力についても機関投資家には及ばないと指摘している。

### 3. 実証分析

#### 3.1. 分析方法

本研究の目的は、株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザインが株価にどのような影響を及ぼしているかを分析することで、企業や株主にとって好ましい株主総会タイミングと株主総会招集通知のデザインに対する示唆を得ることである。

いくつかの先行研究では、株価の情報反映度 (informativeness) を利用したイベントスタディが行われている。ここでいう株価の情報反映度とは、株価が企業情報をどのように織り込んでいるかという程度を表している (阿萬(2018))。つまり、当該企業の株価の情報反映度が高いということは、当該企業に関する情報が十分に株価に反映されているということを意味する。そもそも株価は企業のファンダメンタル価値を表すものであり、投資家による投資の意思決定や企業による資金調達の意味決定の基礎になるものである。したがって、企業の株価が適切に企業情報を織り込んでいれば、経済全体の人的・物的資源の効率的配分が達成されるであろうし、企業の株価が適切に企業情報を織り込んでいなければ、経済全体の資源配分が非効率ということになる

であろう (阿萬(2018))。

Agrawal et al. (2003) は、株価の情報反映度を表す指標として、企業固有ボラティリティ (Firm-Specific Volatility: FSV) を計測し、インターネットを利用した情報技術の変化が株価に与える影響を分析している。一般に、株価のボラティリティは株式市場全体と連動している部分 (システムティックな部分) と企業固有の部分 (アンシステムティックな部分) に分類することができる。ここでいう企業固有ボラティリティとは、株式市場と連動していない企業固有の部分 (株価の動き) を指す。先行研究では株価のボラティリティのうち企業固有の部分が大きいほど株価の情報反映度が高いと解釈されている。

具体的には、イベント前後における当該企業の株価のボラティリティ (標準偏差) を比較する方法であり、同じ期間における株式市場全体を表すマーケットインデックスのボラティリティ (標準偏差) で調整した Volatility Ratio (以下、VR) を用いた分析方法である。すなわち、VR は以下の (1) 式である。

$$VR = \sqrt{\frac{\sigma_i^2}{\sigma_m^2}} \quad (1)$$

ここで、 $\sigma_i^2$  は当該企業の株価の分散 (標準偏差) を表し、 $\sigma_m^2$  はマーケットインデックスの分散 (標準偏差) を表している。株式市場全体の株価の動きに対して ( $\sigma_m$ )、当該企業の株価がどの程度動いているのか ( $\sigma_i$ ) を表す指標であり、VR が大きいほど、株式市場全体よりも大きく企業の株価が変動した、つまり企業固有の株価変動部分が大きいことを意味する。このような値を VR (Volatility Ratio) と呼んでいる。

本研究でも標準的なイベントスタディである Agrawal et al. (2003) の分析方法に依拠して分析を進めることにする。Agrawal et al. (2003) はこの VR をイベント前後で計測し、イベント前の VR 対

するイベント後の VR の比を求めることで (イベント後 VR/イベント前 VR)、イベント前後で VR が変化しているか、すなわち株価の情報反映度が変化しているかどうかを分析している。本研究のイベントは株主総会開催日 ( $t=0$ ) であるので、イベント前 21 日 ( $t=-21$  日) とイベント後 21 日 ( $t=21$  日) を分析の対象とした。これは、Agrawal et al. (2003) でも設定されていた計測期間でもあり、イベント前後のおよそ 1 ヶ月間に相当する。本研究では、株主総会前の VR と株主総会後の VR の比率 (株主総会后 VR/株主総会前 VR) を FSV と定義し分析を行う。FSV は以下のように表すことができる。

$$FSV = \frac{\text{株主総会后 VR}}{\text{株主総会前 VR}} \quad (2)$$

(2) 式は、株主総会后 VR が株主総会前 VR よりも大きい場合 (FSV が 1 を上回る場合)、株主総会后に株価の情報反映度が上昇したことを意味する。一方

で、株主総会后 VR が株主総会前 VR よりも小さい場合 (FSV が 1 を下回る場合)、株主総会后に株価の情報反映度が低下したことを意味する。

本研究ではまず株主総会の各種タイミング（集中日開催や金曜日開催など）でサンプルを分割してFSVを計測し、企業や株主にとって好ましい株主総会タイミングを分析する。さらに、株主総会招集通知のデザイン（色付きやデザイン変更）でサンプルを分割してFSVを計測し、企業や株主にとって好ましい株主総会招集通知のデザインを分析する。

### 3.2. データとサンプル

本研究では日本の代表的な株価指数である日経平均株価の採用銘柄を対象とする。つまり225社である。本研究で最も重要なデータソースは、各企業の株主総会招集通知である。株主総会招集通知には、株主総会開催日、開催時間、開催場所などが記載されている。また、株主総会招集通知のデザインに関する情報（使用されている色やデザインの変遷）も1社ずつ丁寧に目視して収集している。なお、サン

プル企業の株主総会招集通知は株式会社プロネクサスが提供するサービスである企業情報データベースeolから入手している。サンプル企業の財務データについては、日経NEEDSから入手している。分析にあたって、225社のうち、全てのデータが入手できなかった2社を除いた223社が最終的にサンプルとして残った（ただし、 $t-1$ 年度から $t$ 年度にかけて株主総会招集通知に変更があるかどうかを調査しているため、2015年度から2017年度の3年間を調査している）。

表1にはサンプル企業の株主総会の特徴を示している。サンプル企業のおよそ85%は6月に株主総会を開催している。また、サンプル企業のおよそ18%が金曜日に株主総会を開催している。本社で株主総会を開催しているのはおよそ30%の企業であり、カラーの色付き株主総会招集通知を作成しているのはおよそ70%である。

表1 株主総会の特徴

年度	サンプル	6月開催	金曜日開催	本社開催	色付招集通知
2016	223	189	46	67	148
2017	223	189	36	69	170
合計	446	378(84.8%)	82(18.4%)	136(30.5%)	318(71.3%)

(出所) 筆者作成

## 4. 実証結果

### 4.1. 株主総会開催タイミング

株主総会開催日時や株主総会開催場所の変更にどのような意味があるのだろうか？まず、株主総会開催タイミングが株価の情報反映度を表す企業固有ボラティリティ(FSV)に影響を与えているかを分析する。その結果は表2に示している。

全サンプルの結果を見てみると、株主総会前のボラティリティレシオ(VR)は1.78であり、株主総会後のボラティリティレシオ(VR)は1.98であり、0.2上昇している。この株主総会前後のボラティリティレシオの比率(以下FSV:株主総会后VR/株主総会前VR)は1.16であり、1を上回っているため、株主総会前よりも株主総会后に株価の情報反映度が上昇していることが分かる。 $t$ 検定(FSVが1と等しいとする帰無仮説)は1%水準で有意であることから( $t$ 値=8.22)、株主総会后に有意にFSVが上昇していると言える。したがって、株主総会というイベントは株価の情報反映度を高めるイベントであり、株主総会開催による情報効果が存在していることを示唆している。

次に株主総会集中日についての結果を見る。ここでは6月に株主総会が集中していることから、6月

に開催された株主総会を株主総会集中日グループにしている。株主総会集中日に株主総会が行われた企業(株主総会集中日グループ)ではFSVが1.11、それ以外の企業ではFSVが1.42であり、株主総会集中日に行われた株主総会の方が情報反映度が低いことが分かる。株主総会集中日に株主総会を開催した企業グループとそれ以外の企業グループのFSVを比較すると(平均値の差の検定:両グループのFSVは等しいとする帰無仮説)、1%水準で有意であることから( $t$ 値=5.75)、株主総会集中日に株主総会を行うと情報反映度を低下させることが分かった。株価の情報反映度の観点からも、株主総会は分散すべきと言えるだろう。

次は株主総会開催日に関する結果を見る。ここでは、(1)金曜日に株主総会を開催した企業グループのFSVと金曜日以外に株主総会を開催した企業グループのFSVの比較(株主総会開催日)と(2)(金曜日以外から)金曜日に株主総会を変更した企業グループのFSVとそれ以外の企業グループのFSVの比較(株主総会開催日変更)を行った((1)と(2)いずれも両グループが等しいという帰無仮説)。この結果は(1)と(2)いずれも1%水準で有意であり、(1)株主総会が金曜日に開催されている企業は、そうではない企

業よりも株価の情報反映度が低いこと、(2)株主総会を金曜日に変更した企業は、そうではない企業よりも株価の情報反映度が低いことの2点を示唆している。株主総会集中日と株主総会が金曜日に開催されることについての結果は、投資家の注意力の限界を表していると言える。

最後に、株主総会開催場所を変更した企業グループのFSVと株主総会開催場所を変更しなかった企業グループのFSVの比較を行ったが、株主総会開催場所を変更した企業グループの方が株価の情報反映度が低いものの、有意な差はなかった<sup>3</sup>。

表2 株主総会開催タイミングに関する実証結果

全サンプル					
	株主総会前 VR	株主総会后 VR	株主総会后VR/株主総会前VR FSV	t値	N
全サンプル	1.78	1.98	1.16	8.22***	446
株主総会集中日					
	株主総会前 VR	株主総会后 VR	株主総会后VR/株主総会前VR FSV	t値	N
株主総会集中日	1.82	1.95	1.11	5.75***	378
株主総会集中日以外	1.55	2.17	1.42		68
株主総会開催曜日					
	株主総会前 VR	株主総会后 VR	株主総会后VR/株主総会前VR FSV	t値	N
金曜日	1.80	1.80	1.01	3.72***	82
金曜日以外	1.78	2.03	1.20		364
株主総会開催日変更					
	株主総会前 VR	株主総会后 VR	株主総会后VR/株主総会前VR FSV	t値	N
金曜日へ変更	1.75	1.67	0.98	3.15***	44
それ以外	1.78	2.02	1.18		402
株主総会開催場所変更					
	株主総会前 VR	株主総会后 VR	株主総会后VR/株主総会前VR FSV	t値	N
開催場所変更	1.78	1.91	1.09	0.99	33
それ以外	1.78	1.99	1.17		413

(出所) 筆者作成。\*\*\*: 1%水準で有意。

<sup>3</sup> 株主総会開催場所について、本社から何km離れているのかを計算し、本社からどれだけ離れているかという点も考慮した分析を行ったが、有意な差はなかった。

ただし、ここでは Li and Yermack(2016) と Michaely et al. (2016) の知見を踏まえて、業績と株主総会開催タイミングの関係についても補足的に分析を試みた。具体的には、「t-1期からt期へのROE(当期純利益/株主資本)の変化(t期のROE-t-1期のROE)」と「t期の株主総会開催曜日・開催日変更」の関係を分析した。その結果は表3に示している。まず、金曜日に株主総会を開催している企業グループのROEが0.40%低下しているのに対し、金曜日以外に株主総会を開催している企業グループのROEが0.87%増加している。株主総会を金曜日に開催している企業グループの方が業績が低下することになるが、統計的に有意な差はない(t値=0.66)。しかし、金曜日に株主総会開催日を変更した企業グループのROEが3.84%低下しているのに対し、

それ以外の企業グループのROEが1.12%上昇している。しかもこの差(平均値の差の検定)は5%水準で有意である(t値=1.99)。この結果は、株主総会開催日を金曜日に変更した企業の業績が低下していることを示唆している。さらに、株主総会開催場所を変更した企業グループのROEが4.89%低下しているのに対し、それ以外の企業グループのROEが1.08%上昇している。この差(平均値の差の検定)は5%水準で有意である(t値=2.10)。この結果は、株主総会開場所を変更した企業の業績が低下していることを示唆している。これらの結果から、株主総会開催日を金曜日に変更したり、株主総会開催場所を変更したりする企業の業績が低下する傾向にあるという本研究の結果は Li and Yermack(2016) と類似していると言えよう<sup>4</sup>。

表3 株主総会開催タイミングと業績変化の実証結果

株主総会直近の業績変化 ROEの変化		t値	N
金曜日	-0.40	0.66	82
金曜日以外	0.87		
金曜日へ変更	-3.84	1.99**	44
それ以外	1.12		
開催場所変更	-4.89	2.10**	33
それ以外	1.08		

(出所) 筆者作成。\*\*：5%水準で有意。

<sup>4</sup> この点についても、本社から何km離れているのかを計算し、本社からの距離を考慮して検証したが、有意な差はなかった。

#### 4.1. 株主総会招集通知デザイン

日本企業が積極的に行っている株主総会招集通知の工夫はどのような意味があるのだろうか？続いて、株主総会招集通知のデザインと株価の情報反映度の関係を分析する。結果は表4に示している。

ここではまず、株主総会招集通知が色付きであるか（カラーを採用しているか）で株価の情報反映度に違いがあるかを分析した。色付きの株主総会招集通知を採用している企業グループのFSVが1.16、それ以外の企業グループ（白黒で色はない）のFSVが1.17であり、ほぼ差はない（統計的に有意な差はない）。さらに、複数の色を使用しているかどうかで再度分析してみたが（単色ではなく2色以上を使用しているかどうかで判別）、FSVに有意な差は見られなかった。

また、株主総会招集通知のデザイン変更を行ったかどうかについて分析した。例えば、ANA(9202)であれば株主総会招集通知の表紙に飛行機の写真が使用されたり、何らかの象徴的なモノ（写真）が使用される株主総会招集通知があった。また、当該企業が

スポンサーとなっている有名人の写真が株主総会招集通知に使用されたり、特定の個人の写真が使用されているケースもあった。ただ、白黒から色付きの株主総会招集通知に変更した企業であったり、使用しているまた色を変更したりしているケースが最も多かったが、こうした企業もデザイン変更として処理した。その結果を見てみると、デザイン変更を行った企業グループのFSVが1.12、デザイン変更を行っていない企業グループのFSVが1.18であり、ほとんど差はなかった（統計的に有意な差はない）。

最後に使用されている色にも着目した分析を行った。本研究で着目した色は「青色」である。これは最も使用頻度が高かった色だからである。青色は寒色であり、心身を落ち着かせ、長時間の集中力を助けてくれる効果がある色である（海保・小山・日比野(2013)）。企業のウェブデザインでよく使用される色でもある。青色を使用している企業グループのFSVが1.18、青色を使用していない企業グループのFSVが1.16であり、ほとんど差はなかった（統計的に有意な差はない）。

表4 株主総会招集通知のデザイン変更に関する実証結果

株主総会招集通知の色					
	株主総会前	株主総会后	株主総会后VR/株主総会前VR	t値	N
	VR	VR	FSV		
色付き	1.78	1.97	1.16	0.14	318
それ以外(色なし)	1.78	2.01	1.17		
株主総会招集通知の色の数					
	株主総会前	株主総会后	株主総会后VR/株主総会前VR	t値	N
	VR	VR	FSV		
複数の色付き	1.80	1.94	1.15	0.21	122
それ以外	1.78	2.00	1.16		
株主総会招集通知のデザイン変更					
	株主総会前	株主総会后	株主総会后VR/株主総会前VR	t値	N
	VR	VR	FSV		
デザイン変更	1.83	1.94	1.12	1.30	144
それ以外(変更なし)	1.76	2.00	1.18		
株主総会招集通知の青色					
	株主総会前	株主総会后	株主総会后VR/株主総会前VR	t値	N
	VR	VR	FSV		
青色使用	1.78	2.03	1.18	0.45	120
それ以外	1.78	1.97	1.16		

(出所) 筆者作成。

#### 5. 実証結果のまとめと提言

これまでの実証結果は、株主総会というイベントは株価の情報反映度を高めるものであるものの、投資家の注意力の限界により、株主総会が集中日に開催されたり、金曜日に開催されたり、金曜日へ開催日を変更したりすると、株価の情報反映度が低下す

ることを示唆していた。さらに、興味深いことに、前期から今期にかけて業績が低下する企業が金曜日に株主総会を行ったり、株主総会の開催場所を変更したりする傾向があることも示唆していた。一方で、株主総会招集通知のデザイン（変更）は情報反映度に影響を与えていないことも分かった。

まず、株主総会開催タイミングについて2点指摘する。これまでの本研究の結果からすると、自社に都合が悪い情報を隠そうとする企業の行動は、株価の情報反映度の観点からすると、好ましくないと言えるだろう。企業固有の情報がうまく株価に反映されないからである。このような傾向は米国でもすでに指摘されており、日本でも類似する傾向が今回観察されたため、日本の投資家は株主総会開催タイミングに企業の私的情報が含まれていることに気付くのではないだろうか。したがって、第1に、株主総会開催日を金曜日以外で開催すべきだと考える。このように開催日を設定することで株価の情報反映度は高まるであろう。第2に、株主総会開催タイミングを前年から変更する場合は、株主総会招集通知の冒頭でその合理性について説明すべきだと考える。これは(業績低下などの)経営者の後ろめたさによって変更することを防ぐためである。

次に、株主総会招集通知のデザインについてであるが、多くの日本企業が株主総会招集通知の工夫に取り組んでいる。本研究では、株価の情報反映度の観点から、こうした取り組みの効果を分析したものの、少なくとも株価(企業固有ボラティリティ)に影響を及ぼしているという結果は得られなかった。ただ、単純な白黒の株主総会招集通知よりも色付きや写真付きの招集通知の方が見やすいことは間違いないと思われる。

今回の調査・研究において、われわれは多くの株主総会招集通知を読み込んだが、モノクロよりも色付きの方がはるかに読みやすい印象があった。しかし、色が多すぎると逆に読みにくいという印象も持った。そのため、白を基調とし、他に一色のみを使った形式にすると、全体的にちょうどいいバランスで読みやすくなると思う。企業の招集通知が色付きになるにつれて、招集通知のページ数が増える傾向にあった。中には、近年では写真を使用する企業も多いため、単なる後追いで色付きにした企業もあるように思われる。あまり色付きに拘りすぎるのも問題かもしれないが、今後若い世代の株主も増えていくことを考慮すると、多くの年齢層に読んでもらうためには、色付きにすべきだと考える。また、写真を使用している企業については、写真がその企業の業績や製品であれば株主へのアピールの一つとして捉えられると感じた。さらに、役員の紹介で顔写真を使用していると、業績だけではわからないような人柄も垣間見えてくる印象があったため、招集通知に写真を使用することは他企業と差をつけるという点でも意味ある行為だと考える。このように、株主総会招集通知に色や写真を加えることで他

企業と差を図り、株主増加につながっていると考える。しかし、色付きや写真を用いる企業が増えたため、より読みやすい株主総会招集通知が求められるだろう。

## 6. おわりに

近年、株主総会招集通知における企業側の工夫が注目されている。ただし、企業がこのような工夫をしているにもかかわらず、それがどのような効果をもたらしているかについての研究はまだ行われていないように思われる。一方で、株主総会については、従来から指摘されている株主総会集中という現象があり、企業が自社の有利になるように意図的に株主総会のタイミングや開催場所を設定(変更)させていると主張する研究もある。

このような背景を踏まえて、本研究は、株価の情報反映度(informativeness)の観点から、株主総会招集通知のデザイン変更や株主総会開催タイミングが株式市場(企業固有ボラティリティ)にどのような影響を及ぼしているかを分析した。株主総会開催タイミングについては米国を中心にいくつかの先行研究があるものの、株主総会招集通知のデザインについては、われわれが知る限り初めての試みである。この点が本研究の最大の貢献である。

分析の結果、株主総会のタイミングについては、①株主総会後に株価の情報反映度は有意に上昇していること、②ただし、株主総会集中日に開催されたり、株主総会が金曜日に開催されたり、金曜日に開催曜日を変更したりすると、株価の情報反映度が有意に低下すること、③前期から今期にかけて業績(ROE)が低下している企業が株主総会開催場所を変更する傾向があること、そうした企業は金曜日に株主総会を開催する傾向があることが分かった。これらの結果は全体的に、自社に都合が悪い情報を隠そうとする企業の行動が、株価の情報反映度の観点からすると、好ましくないことを示唆している。

また、株主総会招集通知のデザインについては、色付きであることやデザインを変更したとしても株価の情報反映度には影響がないことが分かった。ただ、モノクロよりも色付きの方がはるかに読みやすいため、色付きの招集通知は投資家にとって好ましいと考える。今後の課題ではあるが、今回の研究では企業の株主総会招集通知のデザインの工夫がもたらす効果を明らかにすることができなかった。本研究では株価の情報反映度という観点からの分析であったが、例えば株主総会参加者の推移や株主総会における投票率の推移も調査し、分析の精度を上げる必要があると考えている。

#### 参考文献

- Agrawal, D., S. T. Bharath and S. Viswanathan (2003), Technological Change and Stock Return Volatility: Evidence from Ecommerce Adoptions, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=387543>
- Li, Y. and D. Yermack (2016), Evasive shareholder meetings, Journal of Corporate Finance, vol. 38, pp. 318-334.
- Michaely, R., A. Rubin, and A. Vetrashko (2016), Further evidence on the strategic timing of earnings news: Joint analysis of weekdays and times of day, Journal of Accounting and Economics, vol. 62, pp. 24-45.
- 阿萬弘行 (2018), 『株価の情報反映メカニズム マスメディアと企業情報の効果』, 中央経済社。
- 海保博之・日比野治雄・小山慎一 (2013), 『デザインと色彩の心理学』, 朝倉書店。
- トーマツ (2003), 『株主総会招集通知等の記載実務 第2版』, 中央経済社。
- 森・濱田松本法律事務所 (2018), 『変わる株主総会』, 日本経済新聞出版社。

---

## 第10回プロネクサス懸賞論文 佳作

### 「統合報告書の開示実態調査 —ガイドラインとCSR・サステナビリティ 情報に焦点を当てて—

小関 安伸 (東北学院大学 経営学部 4年)  
佐々木 美穂 (東北学院大学 経営学部 4年)



#### 1. はじめに

本稿の目的は、統合報告書を開示する企業の参考にするガイドラインを調査し、統合報告書開示前後の開示書類の実態を分析することである。具体的にはCSR報告書やサステナビリティ報告書を対象としている。近年、ESG(環境、社会、ガバナンス)投資の促進といった視点に留まらず、持続的な企業価値創造を評価し投資の最適化を促す事が政策として掲げられている。こうした企業の持続的成長を支えるためには、中長期的な視野で経営戦略を理解し、資金を拠出する投資家等の存在が重要であり、質の高い対話・エンゲージメントが求められている(経済産業省, 2017, 『伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書』)。投資家への中長期的な情報提供を充実・発展させるための、企業報告の新たなツールとして統合報告書が注目されている。年々、統合報告書の開示企業数は増加しており、2017年度の統合報告書の開示企業数は企業価値レポート・ラボによると341社にのぼるといふ。2013年12月には国際統合報告評議会(International Integrated Reporting Council:以下、IIRC)が「国際統合報告フレームワーク」(以下、FW)を公表し<sup>1</sup>、統合思考(Integrated thinking)に基づく統合報告書の開示を推進している。統合思考とは、「組織が、その事業単位及び機能単位と組織が利用し影響を与える資本との関係について、能動的に考えることである。」とFWで定義され、短、中、長期の価値創造を考慮した、統合的な意思決定及び行動につながる(IIRC, 2014)。統合思考に基づく統合報告書は、「組織の外部環境の背景のもと、組織の戦略、ガバナンス、業績および見通しが、どのように短期・中期・長期の価値の創造につながっているかの簡潔なコミュニケーション」(IIRC, 2014)としての役割を担っている。また、そのような様々なバリュードライバーが効率的に開示されることを、財務資本提供者は持続的な企業価値創造を評価するために必要な情報の枠組みとして期

待している(大鹿, 2015)。

そこで本稿では統合報告書に着目し、その開示実態の一端を明らかにすることを狙いとする。とりわけ、本稿は先行研究から指摘される統合報告に関わる課題を踏まえ、①統合報告書が参考とするガイドラインとは何か、②統合報告書開示後にCSR・サステナビリティ情報は削減されたのかという2つの検証課題を設定し、統合報告書の開示実態を調査する。大鹿(2015)は伝統的な財務情報と従来のCSR報告書の内容を合わせたものにとどまる等、FWを参考にせず統合思考にそぐわない報告書が存在することを指摘している。また、向山(2015)は、統合報告書の登場によってCSR報告書を廃止する企業が見うけられ、CSR情報が削減される事に警鐘を鳴らしている。本来、CSR報告書が統合報告書に統合される事は発展的な解消を含意せず、そして統合報告書は財務情報と非財務情報を単に要約するものではない(古庄, 2017)。しかし、これらの先行研究は、統合報告書の問題点と課題を指摘するにとどまっており、実際にどれくらいの企業がFWを参考にせず開示を行なっているか、また、統合報告書を開示するにあたってどれほどの企業がCSR報告書等を廃止したのかを明らかにしているわけではない。そこで本稿は、統合報告書が参考にしているガイドラインの有無と種類、統合報告書開示前後でのCSR・サステナビリティ情報の開示動向の2つに焦点を当てて実態調査を行う。

本稿の構成は、下記の通りである。第2節では先行研究を整理し、本稿の検証課題について述べる。第3節では本稿のリサーチ・デザインについて述べる。第4節では、調査結果について述べる。第5節は第4節の調査結果を踏まえて、CSR報告書を廃止した企業から5社をケースとして抽出し、CSR情報の開示実態を追加分析した結果を述べる。第6節は本稿の結論と今後の課題を述べる。第7節は本稿の結びにかえる。

---

<sup>1</sup> 日本語訳は2014年3月に発行されている。

## 2. 先行研究の整理

本節では、近年の日本企業の統合報告書の開示実態を分析した先行研究を整理し、本稿の検証課題について述べる。先行研究として、FW が示す方向性とそぐわない統合報告書の存在を指摘する大鹿(2015)がある。また、統合報告書の開示によって従来は詳細に開示されていた CSR 情報やサステナビリティ情報が削減された可能性を示している向山 (2015)がある。

大鹿 (2015) では、IIRC の目指す方向性と変遷を検証し、統合報告書の現状と今後の課題について記述している。大鹿 (2015) は開示されている統合報告書に伝統的な財務情報と従来の CSR 報告書の内容を合わせたものにとどまるものと、Global Reporting Initiative (以下 GRI) の「サステナビリティ・レポート・ガイドライン」に準拠しているものが含まれていると指摘している。GRI とは UNEP (国連環境計画) の公認団体でありサステナビリティに関する国際基準の策定を目的に、CSR 報告書の国際基準「サステナビリティ・レポート・ガイドライン (以下 GRI ガイドライン)」を発行している。大鹿 (2015) では、両者の統合報告書は統合思考に基づいてないと説明している。しかしながら、大鹿 (2015) では、IIRC の目指す統合思考に基づき FW を参考にして統合報告書がどれくらいあるかを明らかにしたわけではない。そこで本稿は、統合報告書が参考になっている FW または GRI ガイドラインの有無を明らかにする。

向山 (2015) では FW と GRI ガイドラインを比較検討することによって二つの設定主体の意図するところの違いを示し、統合報告書の開示が推進されることによって生じる CSR 情報の影響について記述している。作成コスト等の理由から CSR 報告書、サステナビリティ報告書が統合報告書に代替され、CSR 情報またはサステナビリティ情報が削減された可能性があることを向山 (2015) は懸念している。しかし、向山 (2015) も、統合報告書開示後に CSR 報告書やサステナビリティ報告書が実際に廃止されたのかを実証的に明らかにしているわけではない。そこで、本稿では統合報告書の開示前後で CSR 報告書の開示について動向を確認することを検証課題として設定する。

この二つの先行研究は FW の示す統合報告書の意義を考察し、統合報告書の課題を指摘している。本稿ではこれらの先行研究を踏まえつつ、統合報告書の開示実態を調査し、その実態を確認することで統合報告書の開示実態に関する先行研究を拡張する。

## 3. リサーチ・デザイン

本節では、(1)統合報告書が参考になっている FW または GRI ガイドラインの有無、(2)統合報告書開示前後で CSR 報告書等が廃止されたかについて調査するための方法とそのサンプルについて説明する。

### 3-1. 分析手法

分析にあたり統合報告書と統合報告書開示前後の開示書類を取得し、その開示内容を分析する。分析手順は以下の通りである。

(1)統合報告書が参考になっている FW または GRI ガイドラインの有無を確認する方法

以下の手順に基づき、統合報告書が参考になっている FW または GRI ガイドラインの有無を確認する。

- ① 「国内自己表明型発行企業リスト 2017 年度版」に掲載される企業の統合報告書入手する。統合報告書は対象企業の WEB ページから入手する。
- ② 入手した統合報告書内、又は統合報告書の紹介ページなどで参考になっている FW もしくはガイドラインについて記載があるか確認する。記載があれば、分類し記録する。ガイドラインは IIRC の FW 又は GRI の GRI ガイドライン二つである。

(2)統合報告書開示前後で CSR 報告書・サステナビリティレポート等が廃止されたかを確認する方法  
統合報告書開示初年度の前年と 2017 年に公開されている開示書類を比較することで、統合報告書開示後に開示書類が廃止されているかを確認する。以下の変更・記載があった場合統合報告書開示初年度とする。

1. 統合報告書と思われる名称の書類を新しく開示、または他書類からの名称変更
2. アニュアルレポート、CSR 報告書、サステナビリティレポートの廃止
3. 参考にするガイドラインの記載
4. 目次・構成の変更

### 3-2. サンプル

本稿の調査サンプルは、株式会社エッジ・インターナショナルが運営する企業価値レポート・ラボが公表している「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2017 年度版」に記載のある企業から構成される。企業価値レポート・ラボは企業と投資家の対話に有用な IR 情報について研究する研究機関であり、「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2017 年版」は、2017 年 12 月末時点において、編集方針等で統合報告書である事や財務・非財務情報を包括的に記載している等の統合報告を意

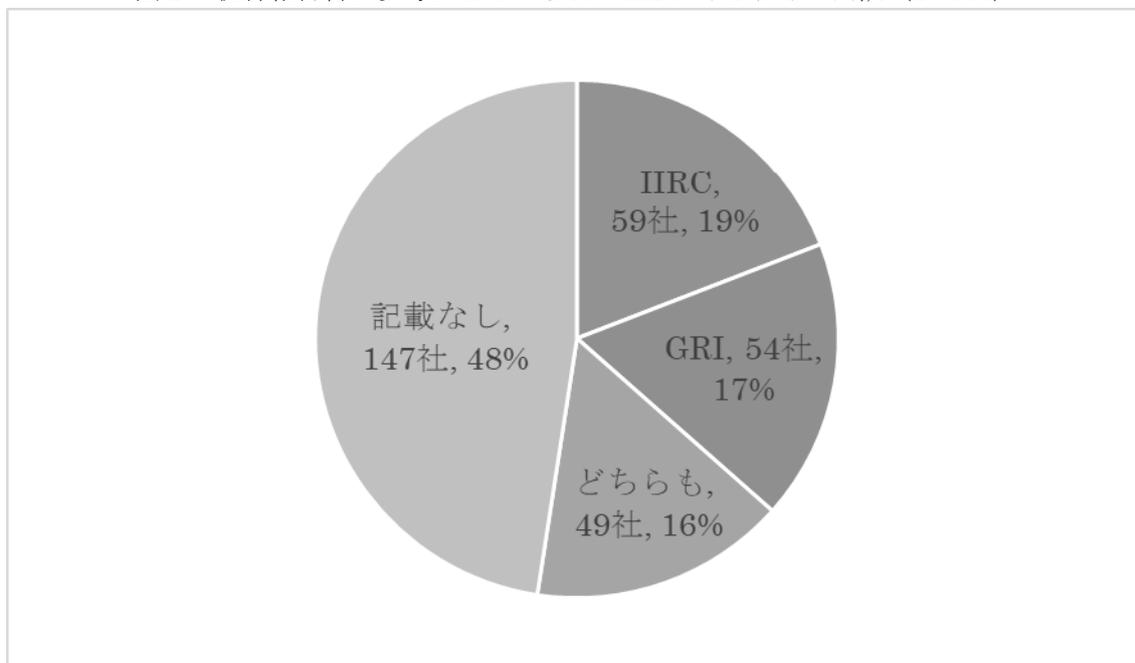
識したと思われるレポートをカウントし、企業のリスト化を行い公表している。各企業の統合報告書の名称は異なることから、統合報告書開示企業の特定はむずかしい。「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2017 年版」は統合報告書の内容を確認し、独自に統合報告書開示企業を特定している。そのため、本稿は包括的に統合報告書開示企業を特定した「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2017 年版」に掲載される企業を分析対象とした。本稿は上記のサンプルから金融業と非上場企業を除いた。その結果、2017 年 12 月末時点で統合報告書を発行している企業 309 社のサンプルを得た。

#### 4. 分析結果

##### 4-1. 統合報告書が参考になっている FW もしくは GRI ガイドラインの調査結果

本節は、企業が統合報告書を作成する際に参考にしたFWまたはGRIガイドラインの実態の調査結果を示す。図1は、調査対象309社の統合報告書が参考になっているガイドラインについて内訳を示した表である。調査対象309社のうち、IIRCのFWのみを参考になっている会社は19%（59社）、GRIのGRIガイドラインのみを参考になっている会社は17%（54社）である。どちらも参考になっている会社は、16%（49社）、そしてもっとも多いのは48%（147社）を占める記載なしであった。このことからFWを参考になっている企業は合わせて35%（108社）であり、未だFWを参考になっている企業は少ないと言える。

図1 統合報告書が参考になっているFW・GRIガイドライン内訳（n=309）



##### 4-2. 統合報告書開示前後で CSR 報告書等の開示は廃止されたのか

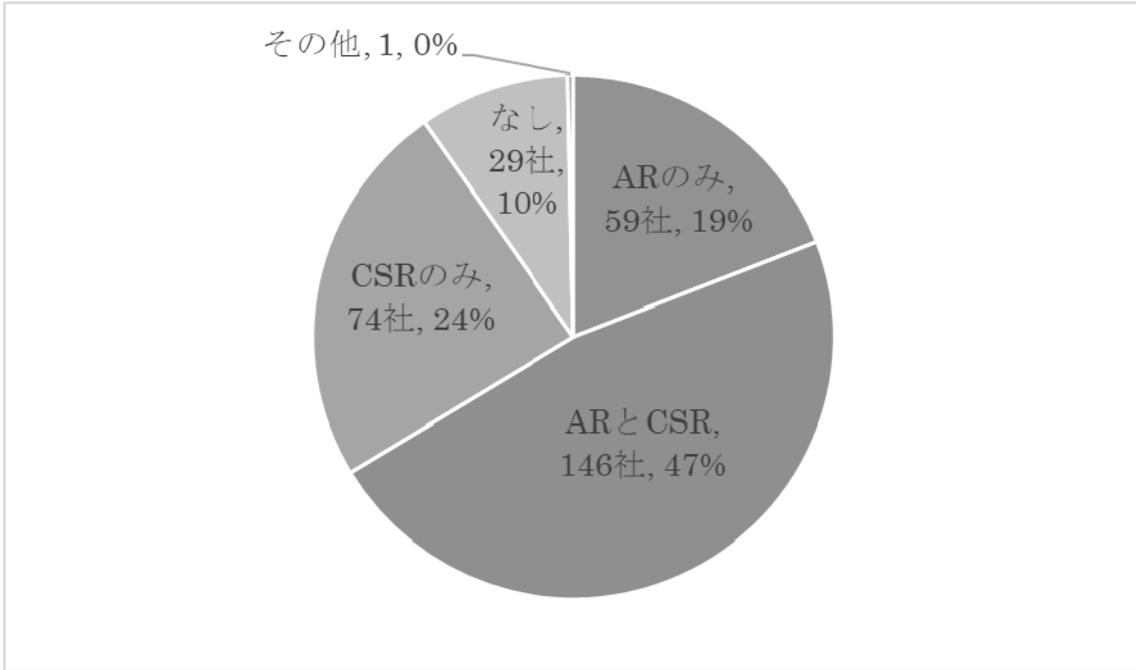
###### (1) 統合報告書開示以前に開示していた自発的開示書類

図2は、統合報告書開示前に開示していた自発的開示書類の内訳である。アニュアルレポート(グラフ表記 AR)のみ開示していた企業は19%（59社）、アニュアルレポートとCSR報告書またはサ

ステイナビリティレポート（以下CSR報告書にまとめる、グラフ表記CSR）を開示していた企業は47%（146社）、CSR報告書のみを開示していた企業は24%（74社）、自発的開示書類の無い企業は10%（29社）、その他<sup>2</sup>が0%（1社）であった。統合報告書開示前にCSR報告書を開示していた企業は220社あり、70%以上の企業が開示を行っていたことがわかる。

<sup>2</sup> アナリストレポートを指す。

図2 統合報告書開示前に開示していた書類内訳 (n=309)



(2) 統合報告書開示によってCSR報告書を廃止すると表明した企業数と実際に廃止した企業数

図3は、統合報告書開示前にCSR報告書を開示していた企業220社のうち、統合報告書開示によってCSR報告書を廃止すると表明した企業割合

と企業数を示したグラフである。CSR報告書を統合報告書へ統合する事を表明し、開示を廃止した企業は36% (80社) である。一方でCSR報告書の開示方針について記載のない企業は約64% (140社) である。

図3 CSR報告書を開示していた企業のうち、統合報告書開示によってCSR報告書を廃止すると表明した企業 (n=220)

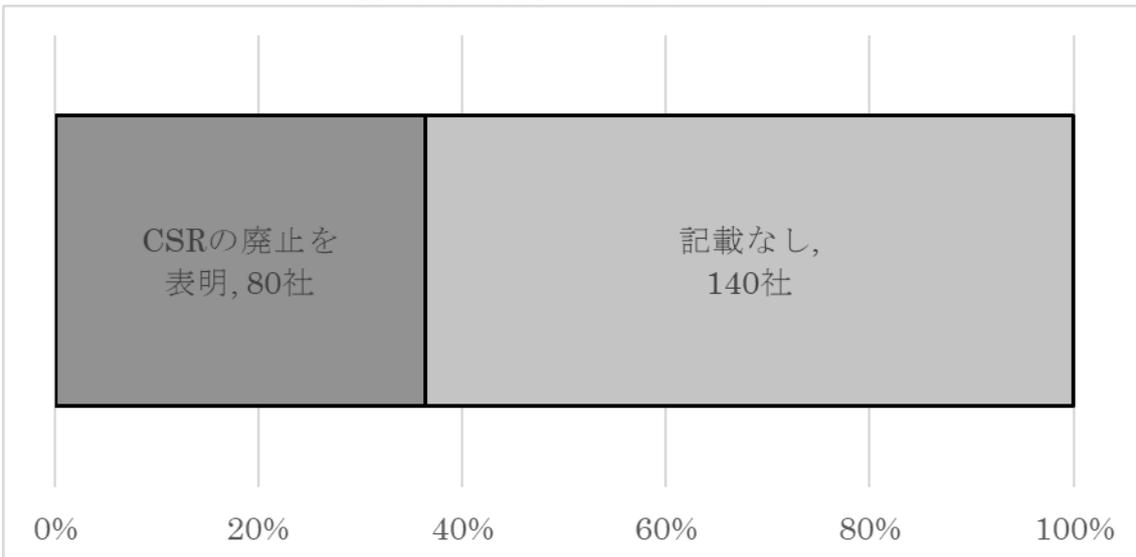
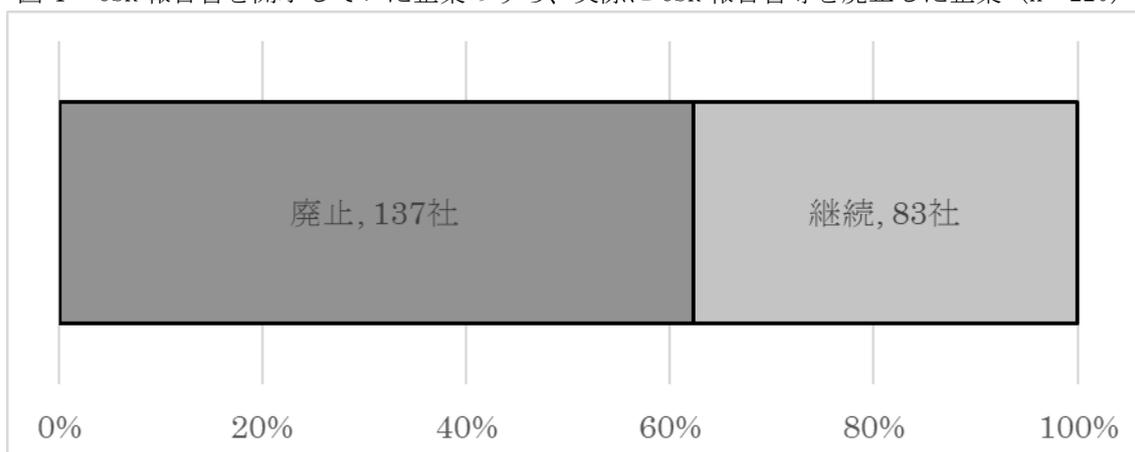


図4は、統合報告書開示によって実際にCSR報告書を廃止した企業割合と企業数を示したグラフである。実際にCSR報告書を廃止した企業が約62% (137社)、継続した企業が約38% (83社)

であった。CSR報告書を廃止すると表明した企業が約36% (80社) だったにもかかわらず、実際に廃止した企業は62% (137社) と大きく増加している。

図4 CSR報告書を開示していた企業のうち、実際にCSR報告書等を廃止した企業 (n=220)



(3) 統合報告書開示以前に開示していた書類ごとのCSR報告書の開示方針の変移

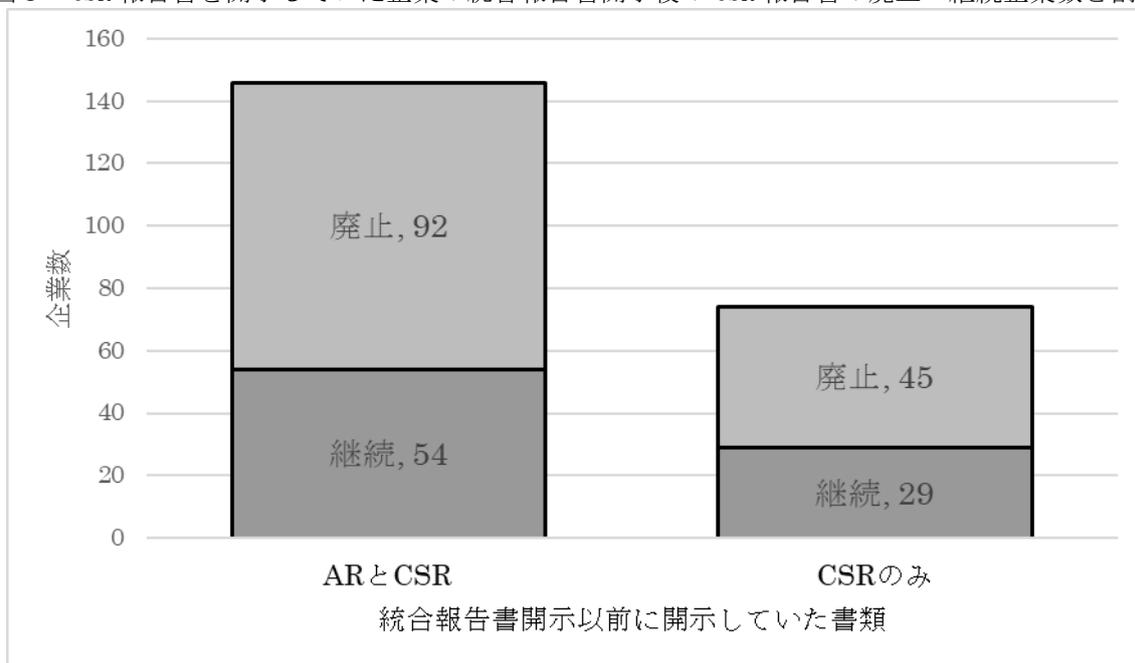
(a) 統合報告書開示以前にCSR報告書を開示

図5はCSR報告書を開示していた企業の統合報告書開示後のCSR報告書の継続・廃止割合を表したグラフである。アニュアルレポートとCSR報告書を開示していた企業146社では37% (54社) が統合報告書と並行してCSR報告書の開示を継続している。過半数の63% (92社) がCSR報告書を廃止している。

同様にCSR報告書のみを開示をしていた74社においても、開示を継続した企業は39% (29社) であり過半数が廃止を選択した。CSR報告書を開示していた企業のうち61% (45社) 割が開示を廃止している。

アニュアルレポートとCSR報告書の両方を開示していた企業とCSR報告書のみを開示していた企業で、統合報告書開示後のCSR報告書の廃止・継続の意思決定に大きな差はないことがわかる。

図5 CSR報告書を開示していた企業の統合報告書開示後のCSR報告書の廃止・継続企業数と割合

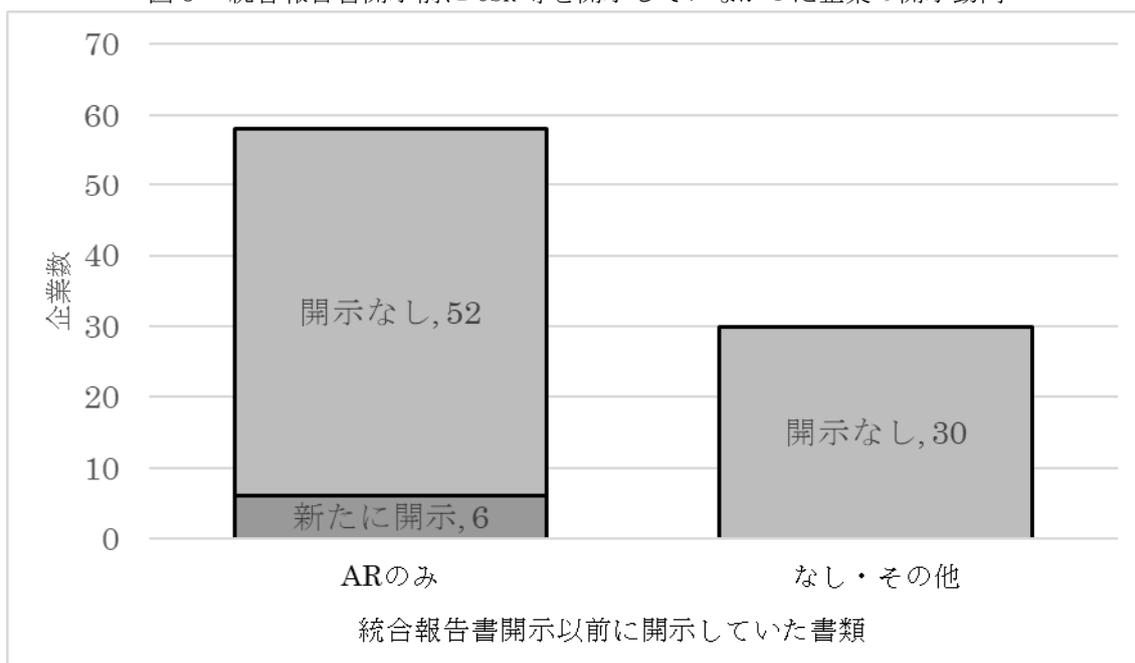


(b) 統合報告書開示以前にCSR報告書開示なし

図6は統合報告書開示以前にCSR報告書の開示がない企業の統合報告書開示後のCSR報告書開示率を表したグラフである。アニュアルレポートのみ開示を行っていた企業58社のうち10% (6社) が統合報告書開示後にCSR報告書の開示を新たに行ってい

る。自発的開示書類がなかった企業 (その他含む) は新たにCSR報告書を開示することはなかった。統合報告書開示前にCSR報告書の開示がない企業の大部分では統合報告書を作成する過程でCSR報告書を新たに開示することはなかった事がわかる。

図6 統合報告書開示前に CSR 等を開示していなかった企業の開示動向

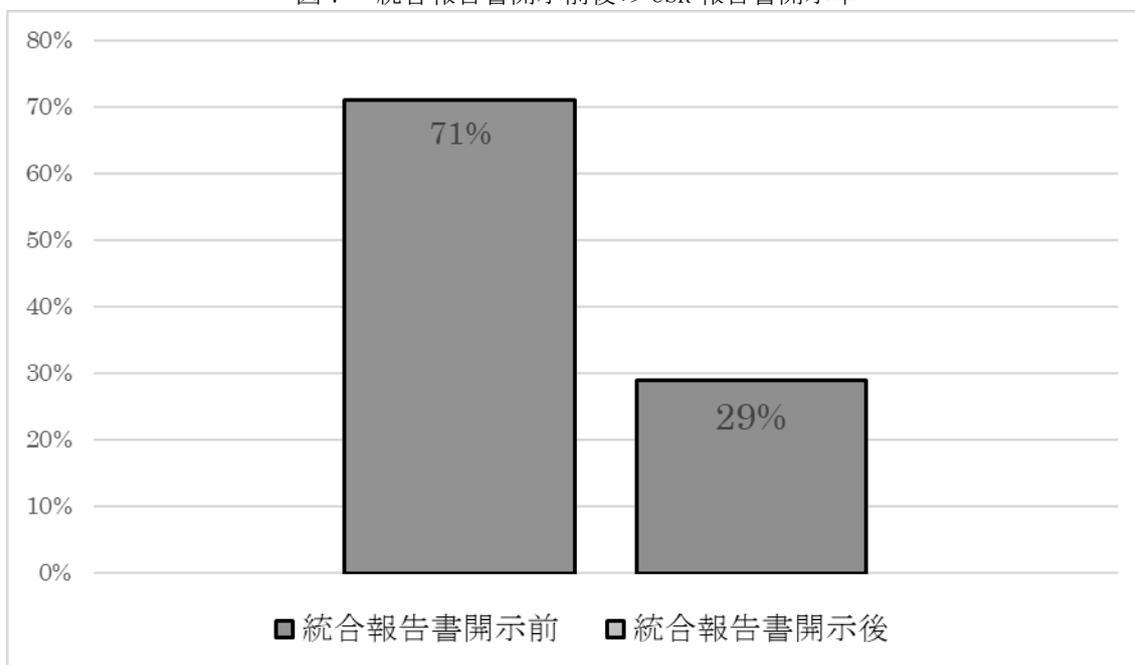


(4) 調査対象 309 社の全体の変化

図7は統合報告書開示以前と以後の調査対象 309 社の CSR 報告書の開示率を示している。統合報告書開示以前は CSR 報告書を開示している企業が 71% (220 社)、開示していない企業が 29% (89 社) である。統合報告書開示以後は CSR 報告書を開示して

いる企業が 29% (89 社)、開示していない企業が 71% (220 社) となった。CSR 報告書を開示する企業は 42% (131 社) 減少し大幅に変移した。統合報告書移行する過程で CSR 報告書の開示を廃止し、CSR・サステナビリティ情報についての開示方針を変更している企業が多くあったことがわかる。

図7 統合報告書開示前後の CSR 報告書開示率



4-3. 結果の総括

(1) 統合報告書が参考にしてしているフレームワークとガイドライン

IIIRC の FW を参考にしてしている統合報告書は 35%

(108 社) である。FW に沿った統合報告書の割合は未だ少ないと言える。FW に準拠され統合思考に基づいた統合報告書は、短期・中期・長期の価値の創造につながっているかの簡潔なコミュニケーションを

提供する（IIRC, 2014）ことから、中長期的視点での質の高い対話・エンゲージメントを促すと想定される。本稿の調査結果に基づけば、統合思考に基づく統合報告書はまだまだ普及しておらず、今後、IIRCのFWに基づく統合報告書が増加することで、より質の高い対話・エンゲージメントを促すことができる可能性があることが示唆される。

一方、GRIのガイドラインのみを参照している企業は17%（54社）であった。GRIのガイドラインは統合思考に基づく統合報告書の作成を目的としているわけではなく、企業ごと統合報告書を開示する意図・方針にばらつきがあることが示唆される。

統合報告書を開示している企業の約半数は参考ないし準拠しているFWを明示していない。FWの参考・準拠表明は統合思考の質を担保するという前提を置くと、本稿の調査結果は統合思考に基づかない統合報告書の存在を指摘する大鹿（2015）の指摘を裏付けている。

## （2）統合報告書開示前後でCSR報告書等の開示は廃止されたのか

統合報告書開示以前にCSR報告書の開示を行っていた220社のうち62%（137社）がCSR報告書の廃止を行った。また、統合報告書と並行してCSR報告書を開示している企業は調査対象309社のうちの29%（89社）という結果となった。これは「作成コスト等の理由からCSR報告書、サステナビリティ報告書は、統合報告書に代替され開示が廃止された可能性がある。」（向山, 2015）という先行研究で挙げられていた懸念を裏付けるものだと言える。

## 5. CSR報告書廃止後のCSR情報の開示実態の追加調査

前節では、統合報告書へ移行する過程でCSR報告書の開示を廃止する企業が多くあることを明らかにした。しかし、前述の結果はCSR報告書を廃止したという実態だけが示されており、CSR情報の内容が削減されたかどうかを明らかにしているわけではない。統合報告書にはCSR情報が記載されていることが多いため、その情報量が削減されているかを調査するためには、統合報告書に記載されるCSR情報と比較する必要がある。また、IRページなど他の情報開示媒体で廃止前と同等のCSR情報が開示されることも想定される。そこで、本節では前節で確認したCSR報告書廃止企業137社から5社を取り上げ、統合報告書開示後のCSR情報開示のケース分析を行う。

### 5-1. ケース対象の選定と分析手法

本節では、統合報告書へ移行する過程でCSR報告

書の開示を廃止した企業に着目し、CSR報告書廃止後の、CSR・サステナビリティ情報の開示内容を調査する。ケース分析にあたり、以下の媒体を用いて、CSR情報の内容を調査する。

1. 廃止された当該年度のCSR報告書
2. 統合報告書
3. 企業のWEBサイトにあるCSRページ（以下CSRページ）もしくはCSRに関するデータブック（以下データブック）

ケース分析は以下の手順に従って行う。

1. 統合報告書へ移行する過程でCSRを廃止した企業137社から5社選定する。その5社の直近のCSR報告書、2017年度版統合報告書、CSRページ、データブックを入手する。
2. 入手した直近CSR報告書の内、環境に関する開示項目の名称を抽出する。開示項目はCSR報告書の目次を参考とした。これらの開示項目と同等の内容が統合報告書、CSRページ、データブック内に開示されているか確認する。同等の内容を確認できた場合には、表において○を記す。また、統合報告書もしくはCSRページ内に新たな項目の開示があればCSR報告書に開示されていた項目に足し合わせる。

ケース分析の対象企業は次のように選定する。統合報告書へ移行する過程でCSRを廃止した企業220社の内、統合方向書が参考にしていないガイドラインを基準にランダムに5社を選定しケースとする。

- ・FWとGRIガイドラインのどちらも参考にしていないケース（A社・B社）
- ・FWのみ参考にしていないケース（C社）
- ・GRIガイドラインのみを参考にしていないケース（D社）
- ・FWとGRIガイドラインどちらも参考にしていない（E社）

### 5-2. ケース分析の結果

#### （1）A社のケース

A社は、統合報告書開示以前、アニュアルレポートとCSR報告書を開示していた。2012年度版より両者を統合し、統合報告書を開示している。統合報告書では、環境に関する開示が行われず、CSR報告書に開示されていた項目を確認する事ができなかった。しかし、行動指針を除いたすべての項目はCSRページで確認する事が出来る。また、CSRページの開示内容はCSR報告書による開示よりも充実させていることから、CSR・サステナビリティに関する情報は

統合報告書による開示ではなく CSR ページでの開示 に一本化したと考えられる。

表1 A社の統合報告書開示後におけるCSR情報の開示内容

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ
環境ビジョン	環境方針		○
	環境目標		○
	行動指針		
環境的側面の報告	目標と実績		○
環境マスバランス	投入量と排出量をグローバルに把握 (図)		○
新規項目			
目標を定めて取り組む環境課題	温室効果ガス排出量の削減		○
	環境貢献量		○
	水銀削減の貢献		○
	フロン・水銀の全廃		○
	ゼロエミッション		○
	環境リーガルアセスメント		○
	水使用量		○
環境マネジメント推進	環境マネジメント体制		○
	ISO認証取得		○
	環境教育・啓蒙		○
	環境関連投資		○
グリーン調達	グリーン調達		○
持続可能な取り組み	環境に配慮した商品開発		○
	使用科学物質管理		○
	商品リサイクル・リユース		○
	容器包装材の取り組み		○
	物質省資源・CO2削減		○
	生物多様性の取り組み		○
主要ESGデータ	環境マネジメント (表)		○

(2) B社のケース

B社は、統合報告書開示以前、アニュアルレポートとCSR報告書を開示していた。2009年度版より両者を統合し統合報告書を開示している。統合報告書では、主に当該年度に取り組んだCSR活動などが記載されており、CSR報告書で開示されていた34項目は3項目のみ確認できた。多くのCSR・サステイナ

ビリティに関する情報はCSRページに記載されている。また、2015年度からCSR報告書に関するデータブックの開示を開始し、環境指標も記載されている。これらCSR報告書から統合報告書へ移行するにあたって、開示される項目は15項目が削減されたが、CSRページで開示される項目として新しく10項目が追加された。

表2 B社の統合報告書開示後におけるCSR情報の開示内容

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ	データブック
環境マネジメント	Akebono環境ビジョン	○	○	
	環境基本理念・方針	○	○	
	委員会の設置		○	
	マネジメントシステム（組織図）			
	製品のライフサイクルと環境負荷マスマランス（図）			
	環境・社会 目標と実績		○	○
	ISO認証取得状況			○
	環境監査結果を環境マネジメントへの反映（環境関連資格取得者数）			
	環境意識向上を図る教育システム			○
	環境効率の推移グラフ			
	環境保全コスト推移表			
開発・設計段階での取り組み	製品づくりの推進		○	
	環境にやさしい次世代ブレーキの開発		○	
調達段階での取り組み	CSR・グリーン調達の取り組み	○	○	
	お取り先のISO認証取得状況（表）			
	グリーン調達ガイドライン環境負荷管理ランク		○	
	REACH規制		○	
	お取り先の教育セミナー		○	
生産段階での取り組み	ゼロエミッション（廃棄物内訳グラフ）		○	
	CO2排出量削減（拠点別排出内訳グラフ）		○	
	排出物の発生量とリサイクル率推移（グラフ）		○	
	排出物の総発生量とリサイクル率推移（グラフ）		○	
	CO2排出量と売上高あたりCO2排出量の推移		○	
	水の使用量削減（使用量推移グラフ）		○	
	有害化学物質削減（PRTR対象物質の排出量）			○
	国内製造拠点の環境活動			
	海外製造拠点の環境活動			

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ	データブック
物流段階の取り組み	物流におけるCO2の排出量の抑制			
	物流に伴うエネルギー使用量とCO2排出量（表）		○	
	環境配慮型物流の促進（輸送部門におけるCO2削減・排出量グラフ）			
	リターンブルケースボックスの利用拡大			
	リサイクル製品への取り組み			
	使用済み製品の回収（リサイクルルート・回収実績グラフ）			
	リサイクル製品のLCA評価（CO2排出比較グラフ）			
新規項目				
	PRTR対象物質の排出量	○		○
	目標型排出取引制限制度における優良大規模事業所認定	○		
	サプライチェーンの安全推進		○	
	排水処理システムの導入	○	○	
	その他環境を考慮した開発	○	○	
	環境にやさしい設備の設計に向けた若手技術者の育成	○	○	
	安全運転・エコ運転の向上	○	○	
	ドライバーの健康管理		○	
	CSR社内進捗状況			○
	国内主要企業別環境データ			○

### (3) C社のケース

C社は、統合報告書開示以前はSRを開示しており、2017年度版から統合報告書へ移行している。A社と同様に、統合報告書には環境に関する情報は多く記載されず、CSRページにてほとんどの項目を確認することができる。CSR報告書から削減されている項目

は、CSR報告書の開示当該年度のCSR活動の実施内容であるため年度ごとの差が出るものと考えられる。しかしながら、それを差引きして考えても、CSR・サステナビリティ情報に関する開示はCSRページに移行したといえる。

表3 C社の統合報告書開示後におけるCSR情報の開示内容

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ
環境方針	新環境方針		○
	中期環境計画		○
環境マネジメント	環境マネジメントシステム（EMS体制組織図）		○
	（EMSサイクル）		○
	DBJ 環境格付		○

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ
	ISO認証取得状況		○
	環境教育		○
	法令遵守		○
	環境会計（環境コスト）		○
	環境負荷の全体像（バリューチェーン図）		○
	エネルギー使用削減量（グラフ）		○
	CO2排出削減（グラフ）		○
	LNGへの燃料転換		
	マロニエ事業所表彰		
生産における環境配慮	ゼロエミッションの維持達成		○
	生産余剰物への取り組み（推移グラフ）		○
	食品リサイクル法への対応		○
	リサイクルセンター		○
	効率的な水利用・再利用の促進		○
	法令基準に基づく工場の管理		○
物流における環境配慮	地球温暖化防止（CO2グラフ）		○
	モーダルシフト		○
	共同配送		○
	適正な在庫管理による削減（グラフ）		
オフィスにおける環境配慮	電量使用削減（グラフ）		○
	OA紙使用削減		○
生物多様性保全	生物多様性保全の基本的な考え方		○
	契約栽培における持続的農業の推進		○
	土づくりからの栽培指導と生物多様性保全型の農業	○	○
	遺伝資源の維持と活用		○
	外来種ハチの使用禁止		○
	生物の命の大切さの教育支援		○
環境配慮型商品とシステムの研究・開発	FSC認証紙パックの採用		○
	グリーン電力使用容器の採用		○
	環境に配慮した紙飲料容器の利用拡大	○	○
	飲用後の紙容器の分別と減容化の促進支援		○
	寄せられた声		○
	リサイクルしやすい包装		○

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ
	環境負荷を低減した生鮮トマト栽培の実践	○	○
地域・社会における環境保全活動	森林保全・整備活動		○
	地球に優しい再生可能エネルギーを活用したソーラービジネスへの参入		○
	(参加している) 関係団体		○
	カゴメグローバル環境マネジメント		○
	新規項目		
	生産工場での省エネプロジェクト展開		○
	省エネ仕様設備の積極的導入		○
	ケチャップ殺菌機の温水熱回収によるエネルギー使用削減		○
	F-LINE		○
	トマト畑における生物多様性の調査		○
	海外における持続的な農業の推進		○

(4) D社のケース

D社は、統合報告書開示以前にアニュアルレポートとCSR報告書を開示していた。2014年度版より両者を統合し統合報告書を開示している。CSR報告書に開示されていた32項目の内、統合報告書では10項目開示され、CSRページでは6項目が開示されて

おり、内容は重複している。また、2015年度からESGデータブックの開示を開始している。このデータブックでは環境指標の5項目の開示が継続されている。CSRから削減された項目は主に事業別の環境への取り組み15項目であり、新しく開示された項目は8項目ある。

表4 D社の統合報告書開示後におけるCSR情報の開示内容

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ	データブック
特集	中国での環境貢献			
	環境方針	○	○	
	基本的な考え方	○	○	
事業活動に伴う環境配慮	営業活動			
	事業化構造			
	基本設計			
	詳細設定	○		
	機材設計			
	設計段階での配慮(事例)	○		
	建設計画			
	メンテナンス			
	メンテナンス時の配慮			
	建設工事	○		
	設備解体			

廃止されたCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ	データブック
	有害物質対策と化学物質管理			
投資事業および研究開発における環境への配慮	投資事業			
	研究開発			
環境マネジメントシステムの持続的改善	本来業務に即した環境改善活動(体制図)	○	○	
環境目的、目標、達成度	ゼロエミッションイニシアティブの推進	○		
	建設廃棄物の再資源化			
	活動目標と実績、来年度の取り組み(表)			
	国内建設現場における環境対応関連指標の推移	○	○	○
オフィス活動の活動報告	みなとみらい21区の都市管理を基盤とした取り組み			
	電力使用量削減の取り組み(グラフ)			○
	冷温熱使用料削減の取り組み(グラフ)			○
	エネルギー使用削減の取り組み(グラフ)			○
	省資源、廃棄物減量、リサイクルの取り組み(グラフ)			○
日揮グループの環境テクノロジーを活かした取り組み	中小規模LNGブランド事業の推進			
	効率的なCO2分離・回収技術の開発	○	○	
	脱硝触媒の海外事情への展開	○	○	
	温室効果ガスの削減へ向けたバイオマス発電プロジェクトを開発			
	太陽光発電所建設現場における伐採林の有効活用			
新規項目				
	環境調和型・低炭素化社会の実現(図)	○	○	
	汚染物質漏えいについて	○	○	
	水素エネルギーの利用拡大	○		
	太陽光発電の建設および事業運営	○	○	
	温暖化ガス地下貯蓄技術	○	○	
	電力マニフェスト普及率			○
	エネルギー消費量			○
	グリーン購入法適合コピー用紙比率			○

(5) E 社のケース

E 社では、統合報告書開示以前にアニュアルレポートと CSR 報告書が開示されている。2014 年度版から両者が統合され、統合報告書を開示されている。統合報告書では、CSR 報告書に開示されていた 16 項

目の内、13 項目が開示されている。削減された 3 項目は当該年度以前に実施された事項についての開示であるため、それを差引くと、CSR 報告書に開示されていた項目はそのまま統合報告書に移行したものと見える。

表 5 E 社の統合報告書開示後における CSR 情報の開示内容

廃止したCSR報告書の目次		統合報告書	CSRページ
マテリアルフロー	マテリアルフロー (図)	○	
	環境コスト	○	
環境実績と目標	中期目標	○	
	該当年度目標	○	
	実績	○	
	評価	○	
	来年度目標	○	
経年変化について	C02排出量 (グラフ)	○	
	C02排出量原単位 (グラフ)	○	
	生産重量 (グラフ)	○	
	排出物量 (グラフ)	○	
	水使用量 (グラフ)	○	
これまでの環境活動	溶解炉の改善		
	グリーン購入		
	グリーン購買		
環境教育	eco ライセンス	○	○
	グリーン大会	○	○
新規項目			
	積極的な自然環境保護への貢献 (活動事例)		○
	環境方針		○

5-3. ケース分析の結果の総括

表 6 は、A~E 社が廃止した CSR 報告書で開示された情報内容が各開示媒体にどれだけ移行しているかを示している。表に示されている数値 (%) は、廃止された CSR 報告書の開示項目数を分母とし、分子を表 1~5 に示す新規の開示項目も含め該当する全ての○の数として計算している (表 6 の括弧内の数値は開示項目数を示す)。したがって、追加的な情報開示が行われている場合、数値は 100%を超える。

A 社は、廃止された CSR 報告書の開示項目は統合報告書で開示はされていない。しかし、CSR ページ

においては、約 5 倍の 460%の開示がされており、調査対象 5 社の中で一番大きな差が出ている。B 社は、廃止された CSR 報告書の開示項目の 26%を、統合報告書で開示している。CSR ページにおいては、68%の開示がされ、データブックにおいては 21%の開示がされている。先にも示したが、3つの媒体で重複するものもあれば、異なるものもあるため、相互補完関係になっていることがここからも分かる。C 社は、統合報告書において従来の CSR 情報のうち 7%しか開示をしていない。しかし、CSR ページにおいては 107%の開示がなされており、CSR 報告書は

廃止したが、その情報は CSR ページにそのまま移行したことが分かる。D 社は、統合報告書において 47%の開示されている。CSR ページにおいては 31%の開示がなされ、データブックにおいては 25.00%の開示がなされている。このことから、統合報告書を開示のベースとし、その他詳細情報を CSR ページやデータブックを用いていることがわかる。最後に E 社は、統合報告書において 82%開示され、CSR ページにおいては 24%開示されている。E 社は CSR 報告書を廃止したが、統合報告書においてその情報のほとんどを開示している。また、先にも示した通り、CSR ページの開示は統合報告書での開示と重複する

ところが多くある。

分析企業 5 社の加重平均をみると、廃止された CSR 報告書における CSR 情報の統合報告書への移行度が 31%、CSR ページへの移行度が 81%、データブックへの移行度が 23%となっている。企業によってばらつきがあるが、平均的には廃止された CSR 報告書の情報内容は CSR ページに移行して開示されていることがわかる。また、A 社を除き、CSR 情報内容はわずかながら削減される傾向にある。とりわけ、D 社は統合報告書開示後に CSR 情報内容が削減されており、企業ごとにも CSR 情報内容の削減傾向に違いがある。

表 6 廃止された CSR 報告書の開示内容の各媒体への移行度

	A社	B社	C社	D社	E社	加重平均
統合報告書	0% (0/5)	26% (9/34)	7% (3/43)	47% (15/32)	82% (14/17)	31% (41/131)
CSRページ	460% (23/5)	68% (23/34)	107% (46/43)	31% (10/32)	24% (4/17)	81% (106/131)
データブック	-	21% (7/34)	-	25% (8/32)	-	23% (15/66)

## 6. 本稿の結論と今後の課題

本稿は、2017 年 12 月末時点で統合報告書を発行している企業 309 社を対象に三つの調査を行なった。一つ目は、統合報告書が参考にしてしている FW もしくは GRI ガイドラインの有無である。2017 年度版統合報告書において FW を参考にしてしている企業は 35%であり未だ少ないことが明らかになった。二つ目は、統合報告書開示前後に CSR 報告書が廃止されているかどうかである。CSR 報告書を開示していた企業の 62%が廃止し、調査サンプル中 CSR 報告書を開示する企業は 71%から 29%へ大幅に減少している。三つ目に CSR 報告書を廃止した企業 5 社のケース分析を行い、CSR 情報内容の開示内容の変化について調査した。統合報告書の開示に伴い CSR・サステナビリティ情報は、一部削減されて開示される例、もしくは、企業の WEB サイトの CSR ページや詳細なデータを集めたデータブックなどの他媒体へ開示が移行している例があることが判明した。また、本稿は一部の企業を除き CSR 情報はわずかながら削減されている傾向にあることを確認した。本稿は、以上の三つの調査を通じ、先行研究が懸念する統合報告書の問題点を実証的に明らかにし、その懸念の裏付けを示している。

本稿の発見事項から、統合報告書の開示実務について次のような提言を導くことができる。一つ目は、IIRC の FW に準拠し、それを表明する統合報告書の

作成である。2017 年度の統合報告書の開示企業数は 341 社にのぼるが、その多くは統合思考に基づく統合報告書でない可能性がある。また、FW への準拠が示されていない自己表明型の統合報告書が混在していることは、投資家に混乱をもたらす、統合報告書の活用を躊躇させるかもしれない。本稿は IIRC の FW への準拠を示し、開示している統合報告書が有用であることを投資家に担保することで、より良い対話・エンゲージメントを促すことが可能であると考えられる。二つ目は、統合報告書開示後における、CSR 情報の補完的開示である。統合報告書開示後において多くの企業は CSR 報告書を廃止する傾向にある。また、統合報告書では統合思考に基づき整理された CSR 情報が求められることから、統合報告書で開示されていた全ての CSR 情報を開示することが難しい可能性もある。そこで、CSR 情報の過度な削減を防ぐため、ケース分析で明らかにしたように CSR ページなどの別の媒体を用いて引き続き開示を行うことが求められる。

本稿の貢献は次の通りである。一つ目は、先行研究で指摘されている問題を検証課題とし、近年注目されている統合報告書の開示の問題点を実証的に明らかにしている点である。本稿は、開示実態の定量的情報に基づき、先行研究が懸念する問題点が実際に起きていることを明らかにした。二つ目は、調査結果に基づき具体的な開示実務に対する提言を行っ

ている点である。

こうした貢献があるものの本稿にはいくつかの限界がある。第1に、企業が参考に行っているFWまたはGRIガイドラインの有無は表明した企業に限られている。実際は表明をせずにFWまたはGRIガイドラインに沿って作成された統合報告書が、調査サンプルに存在する可能性があるため、統合報告書の開示内容を詳細に検証する必要がある。第2に、ケース

分析の対象企業が5社と限られており、そこで得た知見を一般化する事が難しい。CSR報告書を廃止した企業全てを調査した傾向を表せていないため、分析結果の解釈には注意が必要である。今後は調査対象を拡張する必要があるだろう。以上の点は本稿の限界であるものの、本稿は未だ明らかとなっていない統合報告書の開示実態について明らかにし、その問題を提示した点で意義あるものと思われる。

## 参考文献

- International Integrated Reporting Council(IIRC).2014.「国際統合報告フレームワーク」  
([http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International\\_IR\\_Framework\\_JP.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf))
- 大鹿智基. 2015.「統合報告の方向性とその変遷」『会計』第188巻第3号 pp. 88-101。
- 経済産業省. 2017.「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」  
(<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>)
- 古庄修（編著）. 2017.『国際統合報告論 市場の変化・制度の形成・企業の対応』同文館出版。
- 向山敦夫. 2015.「統合報告とCSR情報開示との位置関係」『会計』第187巻第1号 pp. 83-96。

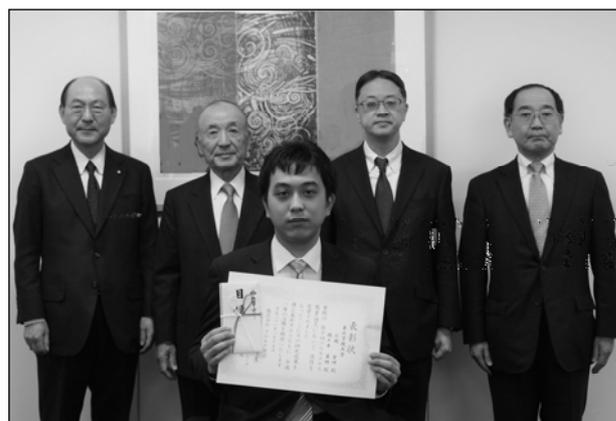
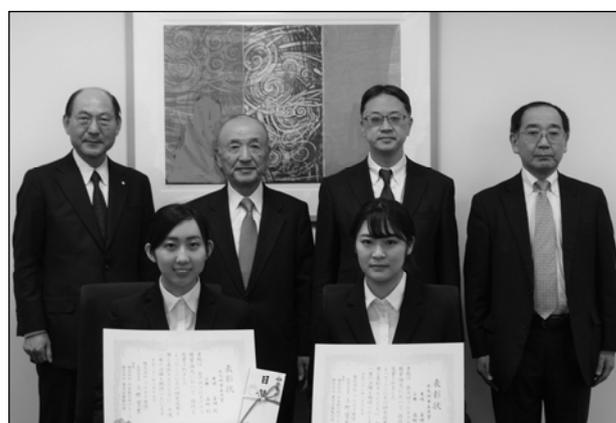
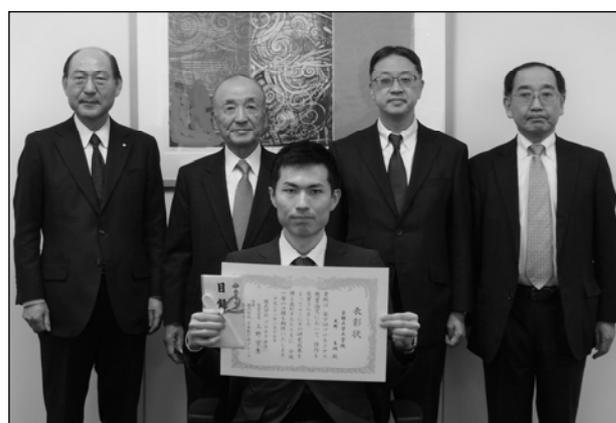
## 「第10回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

2019年1月15日（火）午前11時より、弊社において授賞式を開催し、優秀賞を受賞された遠山幸世氏および濱崎加奈子氏ならびに佳作を受賞された天野良明氏、黒崎菜緒氏および小野晶絵氏、小関安伸氏（佐々木美穂氏はご欠席）に、表彰状の授与などを行いました。

授賞式には、はじめに、弊社取締役会長 上野守生より挨拶、次いで、表彰状の授与へと移り、優秀賞を受賞された遠山幸世氏および濱崎加奈子氏に表彰状と懸賞金（30万円）の目録が、また、佳作を受賞された天野良明氏、黒崎菜緒氏および小野晶絵氏、小関安伸氏に、表彰状と懸賞金（10万円）の目録が、弊社会長 上野守生よりそれぞれに対し贈呈されました。

その後、黒川行治審査委員長（千葉商科大学会計大学院教授・慶應義塾大学名誉教授）から、受賞論文に関するご講評をいただきました。

2019年1月21日（月）第68回基本問題研究会において、優秀賞を受賞された遠山幸世氏および濱崎加奈子氏に研究内容を発表していただきました。その後、懇談会において受賞された両氏からそれぞれ、受賞についての感想や論文執筆に際してご苦労されたことなどについてお話をいただきました。



## 第 11 回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ

### 応募締切予定 2019 年 10 月 20 日 (日)

弊社では、本年も引き続き「プロネクサス懸賞論文」を募集いたします。

日本の企業ディスクロージャー・IR をより効果的で効率的なものにする研究活動支援を目的に、学生、若手研究者、社会人等の方々から、研究レポートや

ご提案をいただき、資本市場の健全な発展に寄与していきたいと考えております。

なお、株式会社日本取引所グループおよび株式会社東京証券取引所に当懸賞論文の趣旨にご賛同いただきご後援をいただいております。

#### 《募集要項 (概要)》

##### ・ テーマ

上場会社のディスクロージャー・IR をより効果的、効率的なものにするための研究および提案。(但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IR の具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とする。)

##### ・ 応募資格

###### 【部門Ⅰ】

40 歳以下 (2019 年 10 月 20 日現在) の日本在住の方。大学生・大学院生・研究者・一般社会人等。個人または 2 名による共同研究。

###### 【部門Ⅱ】

同一大学の大学生グループ (XX 大学 XX ゼミナール、XX 大学 XX 研究会等のグループ名を明記すること)。代表者 1 名と共同研究者の合計 10 名以内。

なお、応募部門がⅠまたはⅡであることを明記する。

##### ・ 懸賞金額

部門Ⅰ及びⅡともに最優秀賞 50 万円、優秀賞 30 万円、佳作 10 万円

##### ・ 応募締切

2019 年 10 月 20 日 (日) 当日消印有効 (持参不可・応募先は下記参照)

##### ・ 後援

株式会社日本取引所グループ  
株式会社東京証券取引所

◎詳細は、弊社プロネクサス総合研究所サイトをご覧ください。

(<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/index.html>)

##### お問合せ先

株式会社プロネクサス プロネクサス総合研究所  
懸賞論文係 福永・小林

TEL : 03-5777-3032 (平日 9:00~17:30)

E-mail : [souken@pronexus.co.jp](mailto:souken@pronexus.co.jp)

## ★プロネクサス懸賞論文 受賞作品一覧★

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第10回	優秀賞	遠山 幸世 濱崎 加奈子	一橋大学 商学部4年	取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言	研究所 レポート 第13号 (本号)
	佳作	天野 良明	京都大学大学院 経済学研究科	のれんの規則的償却の是非に関する提言— 会計基準のリアル・エフェクトの観点から—	
	佳作	黒崎 菜緒 小野 晶絵	北九州市立大学 経済学部3年	株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザイン変更は株価の情報反映度を高めるか?—株主総会開催タイミングと株主総会招集通知のデザインに対する提言—	
	佳作	小関 安伸 佐々木 美穂	東北学院大学 経営学部4年	統合報告書の開示実態調査 —ガイドラインとCSR・サステナビリティ 情報に焦点を当てて—	
第9回	優秀賞	十見 元紀	東京経済大学 経営学部4年	IFRSにおける連結財務諸表の比較可能性の 進展に向けて	研究所 レポート 第12号
		白井 文乃	東京経済大学 経営学部3年		
	佳作	佐々木 美穂 岡崎 琴音	東北学院大学 経営学部3年	取締役会実効性評価の開示実態と改善にむ けた提言	
	佳作	岩田 聖徳	一橋大学大学院 商学研究科	機関投資家による議決権行使に係る開示の 実態と影響—買収防衛策議案への投票デー タを用いた分析と提言—	
	佳作	野原 啓佑	東京大学 経済学部4年	取締役会および監査役会の特徴が経営者予 想利益の精度に与える影響	
第8回	優秀賞	上坂 夏未 日江井 麻里	一橋大学 商学部4年	役員報酬上限設定の盲点	研究所 レポート 第11号
	優秀賞	花塚 勇矢 柳下 嶺	一橋大学 商学部3年	政策保有株式に関する情報開示制度の改善 案の提言	
	佳作	青 柚希	法政大学 経済学部3年	個人株主向け IR 活動と株式長期保有促進効 果	
第7回	最優秀賞	上坂 夏未 日江井 麻里	一橋大学 商学部3年	日本における自己株式取得の実態と開示内 容改善への提言	研究所 レポート 第10号
	佳作	河野 直樹 岸本 実	一橋大学 商学部3年	日本企業は中期経営計画とどのように向き 合っていくべきか	
	佳作	中野 智絵	東京経済大学 経営学部3年	銀行における株式保有の実態とその積極的 開示に関する提案	
		横田 眞奈弥	東京経済大学 経営学部2年		
第6回	優秀賞	高崎 祥徳 野中 菜央	一橋大学 商学部4年	役員報酬開示の実態と有用性向上への提言	研究所 レポート 第9号
	佳作	栗田 奈津希 宮内 拓郎	北九州市立大学 経済学部3年	どのようなディスクロージャー情報が株主 資本コストを引き下げるのか —SAAJによるディスクロージャーランキン グを利用した実証研究—	
	佳作	松尾 剛行	桃尾・松尾・ 難波法律事務所 弁護士	金融商品取引法上のディスクロージャーに おいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を 生じさせないために必要な重要な事実』と 『記載すべき重要な事項』の意義	

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第5回	優秀賞	円谷 昭一	一橋大学大学院 商学研究科 准教授	外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR	研究所 レポート 第8号
	佳作	井上 隆文	東京大学大学院 経済学研究科修士2年	IFRS 基準に基づいて作成された有価証券報告書を利用するにあたっての問題点	
	佳作	飯尾 英晃	京セラ株式会社 経理部	包括利益と表示通貨の選択問題の考察	
第4回	優秀賞	鈴木 智大	亜細亜大学 経営学部 専任講師	業績予想の開示戦略と経済的帰結	研究所 レポート 第7号
	佳作	飯泉 潤	東京経済大学 経済学部4年	有価証券報告書における情報開示の課題と改正案 —第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—	
		木村 大樹	東京経済大学 経営学部4年		
第3回	優秀賞	金 鉦玉	東京経済大学 経営学部 専任講師	リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に向けた新たな視点 —ディスクロージャー制度の次なるステップへの展望—	研究所 レポート 第6号
		安田 行宏	東京経済大学 経営学部 准教授		
	佳作	加藤 良治	一橋大学 商学部3年	マネジメント・アプローチがセグメント情報の開示に与えた影響	
第2回	佳作	國見 真理子	慶應義塾大学大学院 商学研究科修士課程	日本の資本市場における非財務情報ディスクロージャーに関する一考察 —効果的なCSR情報開示に向けたルール作成の必要性について—	研究所 レポート 第5号
	佳作	宮川 宏	専修大学大学院 経営学研究科 博士後期課程	経済的実質セグメントを機軸とした新たなディスクロージャー	
第1回	優秀賞	円谷 昭一	埼玉大学 経済学部准教授 日本 IR 協議会客員研究員	事業セグメント情報にみるディスクロージャー制度の展望 —IRを踏まえた基準作成の必要性—	研究所 レポート 第4号  (優秀賞作品 のみ掲載)
	佳作	山崎 麻美 郡司 麻未	成城大学 経済学部3年	気候変動関連情報の投資家向け開示をめぐって—国際的な開示フレームワークとの関連を中心に—	

受賞論文・講評掲載誌『研究所レポート』のバックナンバーは、「プロネクサス総合研究所」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト <http://www.pronexus.co.jp/home/souken/books/books2.html> からご覧いただけます。

## ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告

ディスクロージャー基本問題研究会は、ディスクロージャーを巡る諸問題・論点を調査研究するための常設の研究会として、2007年3月に当研究所内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に取り上げて外部講師なども招いた研究報告会を行い、知識の蓄積を図るとともに、その成果等を必要に応じて広報または提言していくことを目的としている。2018年においては、様々な分野の方を講師に迎えて研究会を開催した。なお、企業会計基準委員会（ASBJ）や金融庁の公開草案については、必要と思われるテーマに対し、意見表明も行うこととしている。2018年においては意見表明を行っていないが、この活動は今後も継続していく。

研究会の委員は、複眼的な討議が行われるよう、研究者、公認会計士、事業会社というディスクロージャーに関わる様々な立場の方々に委嘱している。ご多忙の中、座長・委員の方々にも積極的にご参加いただいております。厚く御礼を申し上げる次第である。

### 第63回基本問題研究会

日時 2018年1月31日（水）

議題 「IFRSにおける連結財務諸表の比較可能性の進展に向けて」

第9回プロネクサス懸賞論文で優秀賞を受賞した作品「IFRSにおける連結財務諸表の比較可能性の進展に向けて」について、十見 元紀氏（東京経済大学 経営学部4年）、白井 文乃氏（東京経済大学 経営学部3年）による解説、及び質疑応答を行った。

#### 〈報告要旨〉

本稿の目的は、上場企業における日本基準と国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards、以下 IFRS）に基づき作成された連結財務諸表の比較可能性について、その表示の変化という視点から分析することである。具体的には、2010年3月から2017年7月までにIFRSを任意適用した上場企業115社について、日本基準の連結損益計算書で表示されている情報がIFRSを任意適用した際にどこに移動したかを調べる。また、両基準の下で営業利益計算がどのような過程を経て算出されるかを明らかにする。本稿で得られた主な結果は次の通りである。第一にIFRSでその表示の禁止がされている特別収支の多くが注記ページへ移動していた。さらに、販売費及び一般管理費や営業外収支の勘定科目の一部に関する情報がなくなっていた。第二に、IFRSにおける営業利益計算には、日本基準での特別項目が多く含まれていた。しかも、なぜそれらを営業活動における損益として認識したのかに関して説明していない企業が多数存在した。第三に、IFRSに

基づき作成された連結損益計算書において、名称が類似する勘定科目が多く使用されていた。総じて、日本基準適用企業とIFRS任意適用企業間、そしてIFRS任意適用企業同士の比較分析は決して容易ではなく、現時点の連結財務諸表は財務情報利用者の混乱を招く可能性があることが本稿の分析から明らかになった。したがって、IFRSでも日本基準における「連結財務諸表規則」のような、利益計算の定義や勘定科目の統一化を図る何らかのガイドラインを作成することが必要だと考えられる。すでに複数の研究から現時点のIFRSによって作成された連結財務諸表の情報開示は十分ではないとしながら、制度としての一定の指針を示すべきとの指摘がなされている。IFRS適用企業の市場への影響が大きくなった現在において、本稿の分析は、財務諸表利用者にとっても、今後IFRSを任意適用する企業にとっても、IFRS関連制度の設計者にとっても意義があるといえる。

### 第64回基本問題研究会

日時 2018年5月30日（水）

議題 「ディスクロージャー制度を巡る最近の動向等」

「ディスクロージャー制度を巡る最近の動向等」について、講師による解説、及び質疑応答を行った。

#### 〈報告要旨〉

ディスクロージャー制度を巡る最近の動向として、「ディスクロージャーワーキング・グループ」及び「会計監査の在り方に関する懇談会」の提言を踏ま

えた取組状況や、会計基準の品質向上やコーポレート・ガバナンス改革の更なる推進に向けた取組みについて解説が行われた。特に「ディスクロージャーワーキング・グループ」提言（2016年4月）を踏まえた取組状況がメインテーマとなった。

●「ディスクロージャーワーキング・グループ」提言を踏まえた取組状況

金融庁は、2015年より計5回にわたり企業の情報開示のあり方等について、検討及び審議を行った結果を踏まえ、2016年4月に金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」を公表した。本報告において、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的に、制度開示に係る自由度の向上と対話に資する情報の充実による効果的・効率的で適時な開示の向上を図ることで、企業と株主・投資者との建設的な対話を促進する必要性が言及されている。具体的な内容としては、制度開示（決算短信、事業報告等、有価証券報告書）の開示内容の整理・共通化・合理化、有価証券報告書における非財務情報の開示の充実に関する提言がなされている。

まず、制度開示の開示内容の整理・共通化・合理化を図るための取組みの1つに、事業報告等と有価証券報告書の一体的開示が挙げられる。事業報告等と有価証券報告書の開示内容における、事業の内容、従業員の状況、主要な設備の状況、役員の状況、監査報酬の内容等の項目について、金融庁・法務省合同で2017年度を目途に、共通の記載が可能であることを明確化し、欧米に見られるように両者を一体的な書類として開示ができるようにする取組みが行われている。

また、有価証券報告書における非財務情報の開示の充実については、内閣府令の改正を通じて、「事業等の概要」及び「生産、受注及び販売の状況」を「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に統合した上で、記載内容を整理し、経営成績等の状況の分析・検討の記載を充実させる。加えて、2017年度のディスクロージャーワーキング・グループにおいて、企業情報の開示・提供のあり方について継続して検討が行われている。2017年度のディスクロージャーワーキング・グループは既に6回実施されているが、企業開示を巡る主な課題として、「財務情報」及び「記述情報」（非財務情報）の充実、建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供、提供情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み等が挙げられている。特に、「財務情報」及び「記述情報」（非財務情報）の充実については、財務情報をより適切に理解するための企業の中長期的なビジョン・見通し・業績に関する評価等を説明

する記述情報の充実が検討されている。

第65回基本問題研究会

日時 2018年8月27日（月）

議題 「ガバナンスの実効性向上とディスクロージャー」

「ガバナンスの実効性向上とディスクロージャー」について、講師による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

（1）コーポレート・ガバナンスに関する情報開示の変遷

現在、ガバナンス情報については、会社法を根拠とする事業報告、金融商品取引法を根拠とする有価証券報告書、有価証券上場規程を根拠とするコーポレート・ガバナンス報告書にて開示が求められている。

東京証券取引所では2018年6月にコーポレートガバナンス・コードを改訂しているが、ガバナンス情報の開示に関する取り組みは、政財界におけるコーポレート・ガバナンスに関する関心の高まりを踏まえ、1998年に上場会社に対して、コーポレート・ガバナンスに関するアンケートを実施したことから始まる。その後、2003年に決算短信におけるコーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及びその施策の実施状況の開示を義務化し、さらに、2006年決算短信からガバナンス情報を切り離し、コーポレート・ガバナンス報告書の提出の義務付けに至っている。記載内容については、2009年にガバナンス体制の選択理由、社外役員の独立性についての考え方、監査役の機能強化に向けた取組状況等の記載の追加に加えて、上場会社の経営者による企業価値の重大な毀損行為が相次いで発覚したことを契機に、2012年独立役員に関する情報開示の拡充を図っている。

（2）コーポレートガバナンス・コードによる対応

「日本再興戦略」改訂2014が閣議決定され、持続的な企業価値向上を図るために企業のガバナンス強化が促進され、2014年に金融庁にてスチュワードシップ・コードが策定され、2015年に東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを策定した。コーポレートガバナンス・コードは、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）を採用し、原則を実施するか、実施しない場合にはその理由の説明を求める手法（コンプライ・オア・エクスプレイン）で、実施するか否かは会社の判断に委ねるソフトな規律

であることが特徴。

2018年3月「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」にて、「ガバナンス改革に一定の進捗は見られるものの、多くの企業において、いまだ様々な課題が残っている」旨の指摘がなされ、ガバナンス改革をより実質的なものへと深化させていくため、同年6月にコーポレートガバナンス・コードの改訂を実施した。今回の改訂のポイントは、ガバナンス改革の進捗が遅れている①経営環境の変化に対応した経営判断、②投資戦略・財務管理の方針、③CEOの選解任・取締役会の機能発揮等、④政策保有株式、⑤アセットオーナーである。この改訂によりコーポレート・ガバナンスに関する情報開示の充実を図り、投資家と企業の建設的な対話を促進し、ガバナンスの質の向上を図ることで、中長期的な企業価値の向上をなし得る企業体質を実現することが最終目標である。

#### 第66回基本問題研究会

日時 2018年10月16日(火)

議題 「フィンテック・AIの進展が会計・監査に与える影響」

「フィンテック・AIの進展が会計・監査に与える影響」について、野間 幹晴氏(一橋大学大学院 准教授)による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

##### (1) フィンテックとクラウドファンディング、AI革命

フィンテックにより決済、資金調達、資産運用、保険、預金・貸付、資本市場のインフラ(証券取引所など)の6分野が大きく変わる可能性が高い。例えば、資金調達においては、クラウドファンディングによって、誰もがいつでも参加・出資可能な環境が整ってきた。クラウドファンディングは、プロジェクトを立ち上げた個人や法人に対し、インターネットを通じて、小口資金を直接融通し合う仕組み。SNSの情報、オンラインショッピングの購買履歴などを蓄積し、ビッグデータを基にした与信判断をAIが行うことが技術的に可能となってきたことが背景にある。

クラウドファンディングによる事例やデータの蓄積によってAIの活用可能性が飛躍的に高まることで、今後さらに企業の重要な資金調達手段となると考えられる。企業に対する伝統的な資金調達の意思決定は、財務諸表や財務計画を中心とするハード情

報を用いた客観評価をもとに判断していたが、経営者・従業員の資質や保有する人的ネットワーク・技術等のソフト情報が重視されるようになった場合、財務諸表に代表される会計情報や監査の役割はどのように変わるかが焦点となる。

##### (2) 高まる財務諸表の重要性

投資家向け情報として重要な役割を担う財務諸表は、フィンテックによる資金調達の多様化で、資金提供者と情報ニーズに対し、適切な情報開示を行い、説明責任を果たす新たなスキームが求められる。クラウドファンディングの活発化により、小口の資金調達が増加するため、会計情報の有用性・検証可能性をどのように高め、情報開示による投資家保護をどのように成立させるかが課題だ。

そのような中、フィンテックを活用した経営・業務支援として、注目されるのがクラウド会計だ。法人向けの会計ソフト利用者のうち、設立1年未満の中小企業・団体では、クラウドの利用率が5割を超えと言われる。会計、税務の管理・書類作成、経費管理の他、経営業務を効率化するサービスが、クラウド会計ソフトを通じて提供されている。

また、会計業務にブロックチェーン技術を取り入れることも期待される。ブロックチェーン技術は、従来型のデータセンターによる中央集権的型とは異なり、スマートフォンのような端末を中心とする分散管理型の記録技術。この技術を活用することにより、将来的には財務情報をリアルタイムで記録・開示できる可能性がある。また、今後、監査にAIが導入されることで、企業の財務・非財務情報や過去の不正事例から、AIが異常な取引の識別までを行うようになれば、発生と同時に検出されるだけでなく、監査業務も軽減されることが予想される。ブロックチェーンを活用した新技術が一般化され、投資家・債権者がリアルタイムで会計情報を見ることができれば、市場の効率化、資産運用の最適化が進むだけでなく、企業不祥事、特に、会計不祥事自体が劇的に減少することが予測される。

#### 第67回基本問題研究会

日時 2018年11月14日(水)

議題 「監査制度を巡る最近の動向と監査報告制度の見直し」

「監査制度を巡る最近の動向と監査報告制度の見直し」について、関口 智和氏(有限責任あずさ監査法人 パートナー)による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

(1) 監査制度を巡る国際的な動向

監査制度を巡っては、国際的に様々な動向があるものの、EU などにおいて監査法人の強制ローテーション制度が導入されている。EU における監査事務所の強制ローテーション制度については、一部例外はあるものの、原則、最長契約可能期間を 10 年としている。

一方、国内では金融庁が監査法人のローテーション制度の導入に関して調査を実施し、過去の不正会計事案では「新たな視点での会計監査」という観点や独立性確保の観点から、現行制度が十分な効果を発揮できていない結果を受け、今後の EU における強制ローテーション制度導入の効果等を注視するとし、当該制度については継続して検討事項となっている。

(2) 監査報告制度の見直し

2018 年 7 月に監査基準の改訂が公表され、監査プロセスの透明性を向上させることを目的に、2021 年 3 月期より監査報告書（金商法）に「監査上の主要な検討事項」の記載が求められる。「監査上の主要な検討事項」とは、「当年度の財務諸表の監査において、職業的専門家として特に重要であると判断した事項」（通称：KAM）と定義されている。「監査上の主要な検討事項」の記載に関する取組みは、諸外国においても行われており、2013 年に英国の財務報告評議会（FRC）が長文型の監査報告制度を導入したことをきっかけに、広がりを見せている。英国、ア

ジア・オセアニアでは、「監査上の主要な検討事項」として会計上の見積りに関する項目や、収益認識が事例として多かった。

「監査上の主要な検討事項」では、当該内容や決定した理由を説明するため、企業情報をどの程度記載するかが論点となる。例えば、連結財務諸表に 10 億円の「のれん」が計上されており、3 億円部分に関する減損損失計上の要否判定について、「監査上の主要な検討事項」とした場合、企業側が公表していない情報を記載する可能性が想定される。未公表の情報について記載する場合のうち、特にセンシティブな情報については、経営者に対して追加的な情報開示を促すといった対応が実務上の課題といえる。加えて、企業側では主に監査役が、「監査上の主要な検討事項」に関するリスクの所在や当該リスクへの対応の適切性、追加的な情報開示が必要となる可能性がある項目があるか等、監査人やマネジメントと従来以上に深度あるディスカッションを行うことが考えられ、監査上の論点への対応についてより深く理解した上で、必要な対応を行うことが重要となると考えられる。

今回の監査基準の改訂を通じて、監査の内容が見えにくいとの指摘があるなかで、監査の透明性を向上させ、財務諸表利用者の監査や財務諸表に対する理解を深めるとともに、経営者との対話が促進され、監査報告書の情報価値を高めることに意義がある。

〈ディスクロージャー基本問題研究会 メンバー〉

座長	黒川 行治	千葉商科大学会計大学院会計ファイナンス研究科 教授、 慶應義塾大学名誉教授、当研究所顧問
委員	上田 晋一	成城大学経済学部 教授
委員	大塚 成男	千葉大学大学院社会科学研究院 教授
委員	片山 智二	JFE ホールディングス株式会社 財務部経理室長
委員	勝尾 裕子	学習院大学経済学部 教授
委員	金子 裕子	早稲田大学商学大学院 教授
委員	小林 伸行	名古屋商科大学大学院 教授、公認会計士
委員	中條 祐介	横浜市立大学国際総合科学部 教授
委員	松田 健志	日本板硝子株式会社 経理部アジア統括部長
委員	山岡 信一郎	山岡信一郎公認会計士事務所所長、公認会計士
顧問	新井 武広	会計教育研修機構 代表理事専務・事務局長、公認会計士
顧問	川村 義則	早稲田大学商学大学院 教授
顧問	小宮山 賢	早稲田大学大学院経営管理研究科 教授
顧問	多賀谷 充	青山学院大学大学院 教授

研究所事務局

(2018年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順)

## 2018年 研究所活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2018年1月12日	第49回ディスクロージャー研究会議 テーマ：「監査報告書の透明化」 講 師：関口 智和 氏（有限責任あずさ監査法人 パートナー） 場所・時間：株式会社プロネクサス セミナールーム 14:00～16:00
1月31日	第63回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「IFRSにおける連結財務諸表の比較可能性の進展に向けて」 （懸賞論文の優秀賞受賞作品） 講 師：東京経済大学経営学部 4年 十見 元紀 氏、3年 白井 文乃 氏
3月9日	『ディスクロージャー研究 第48号』を刊行
3月19日	『研究所レポート 第12号』を刊行
5月30日	第64回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「ディスクロージャー制度を巡る最近の動向等」
8月24日	第50回ディスクロージャー研究会議 テーマ：「取締役報酬の日米比較の真実」 講 師：円谷 昭一 氏（一橋大学大学院経営管理研究科 准教授） 場所・時間：株式会社プロネクサス セミナールーム 14:00～16:00
8月27日	第65回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「ガバナンスの実効性向上とディスクロージャー」
10月16日	第66回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「フィンテック・AIの進展が会計・監査に与える影響」 講 師：野間 幹晴 氏（一橋大学大学院経営管理研究科 准教授）
10月26日	『ディスクロージャー研究 第49号』を刊行
11月14日	第67回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「監査制度を巡る最近の動向と監査報告制度の見直し」 講 師：関口 智和 氏（有限責任あずさ監査法人 パートナー）

#### **編集後記**

◇懸賞論文受賞作品は、今回は、優秀賞1本、佳作3本の計4本の作品に決定した。今回の応募件数は、実業家・学生・大学院生と幅広い層の応募により、前回に次ぐ14件となった。この懸賞論文の存在がかなり周知され、研究テーマの広がりを実感している。次回からは応募部門が2つに増えたこともあり、これまで以上に多くの方からの力のこもった作品の応募を期待したい。

---

研究所レポート 2019 第13号

---

2019年3月発行

©編集・発行 プロネクサス総合研究所

株式会社プロネクサス

〒105-0022

東京都港区海岸1-2-20 汐留ビルディング5階

代表メールアドレス：souken@pronexus.co.jp

電話：03-5777-3032

---

※本報告は、当研究所の著作物であり、著作権法により保護されております。  
当研究所の事前の承諾なく、本報告の全部もしくは一部を引用または転載、複写等により使用することを禁じます。

# 研究所 レポート

株式会社プロネクサス  
プロネクサス総合研究所

PRONEXUS.90901.2019.3(200)

