

研究 レポート

■ 第14回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作

「TCFD関連情報開示の実態とその効果」

埼玉大学 経済学部4年 近藤 奈帆

■ 第14回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 優秀賞

「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査 — 決算説明会動画開示に対する改善提言 —」

獨協大学経済学部松本ゼミナール3年（金子 竜弥、西中 恵音、保田 遥華、清水 優志、羽鳥 怜、佐野 綾音、大澤 悠之介）

■ 第14回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作

「日本企業におけるスキルマトリックス情報開示の現状把握と改善提言」

獨協大学経済学部松本ゼミナール3年（阿部 大星、菅沼 光騎、上田 隼太郎、大和田 叶夢、戸高 璃玖翔、今井 英喜、小松 彩葵、藏本 聖哉、一瀬 颯介）

■ 2022年 活動記録

ディスクロージャー企画業務推進部
研究レポート2023
第17号 目次

はじめに	1
第14回プロネクサス懸賞論文	
審査委員会委員長 講評	3
部門Ⅰ 佳作受賞論文	
「TCFD関連情報開示の実態とその効果」 近藤 奈帆 (埼玉大学 経済学部4年)	7
部門Ⅱ 優秀賞受賞論文	
「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査 ー決算説明会動画開示に対する改善提言ー」 獨協大学経済学部松本ゼミナール3年 (金子 竜弥、西中 恵音、保田 遥華、清水 優志、羽鳥 怜、佐野 綾音、 大澤 悠之介)	18
部門Ⅲ 佳作受賞論文	
「日本企業におけるスキルマトリックス情報開示の現状把握と 改善提言」 獨協大学経済学部松本ゼミナール3年 (阿部 大星、菅沼 光騎、上田 隼太郎、大和田 叶夢、戸高 璃玖翔、 今井 英喜、小松 彩葵、藏本 聖哉、一瀬 颯介)	30
第15回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ	41
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告	46
2022年 活動記録	48

はじめに

ディスクロージャー調査研究部は、「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。

2022年4月には、情報発信力の強化を目的に、ディスクロージャー相談部内のディスクロージャー企画業務推進部・調査研究チームと統合を行い、業務を引き継いでおります。

本目的の趣旨に基づき、当部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は、大変お忙しい中多大なるご支援とご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

2022年における当部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2回（累計では81回）開催いたしました。研究会では、「国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）公開草案について」等をテーマに講師を招き、研究会を開催いたしました。

また「ディスクロージャー研究会議」につきましては、今般の新型コロナウイルス感染拡大を鑑み、昨年を引き続き、2022年も開催を見送っております。

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14回目となる「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行いました。今回は、2022年12月に両部門の受賞作品として優秀賞1本、佳作2本、あわせて3本を決定し公表しました。

また、引き続き、当部の2022年の1年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究レポート」第17号として発行することといたしました。

当部といたしましては、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、「研究レポート」として逐次刊行することにしております。

2023年2月

ディスクロージャー企画業務推進部
部長 神戸 義裕

「第14回プロネクサス懸賞論文」

部門Ⅰでは佳作1作品が受賞。部門Ⅱでは優秀賞1作品、佳作1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、2022年にその第14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、全体で6件の論文の応募があり、部門Ⅰでは佳作1本、部門

Ⅱでは優秀賞1本および佳作1本の論文を選定しました。

なお、従来は弊社にて授賞式を執り行っておりますが、本年は新型コロナウイルス感染防止のため、対面での授賞式は中止としております。

「プロネクサス懸賞論文」募集も今回で第14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15回目の募集をすることになっていきますので、今回の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。

【部門Ⅰ 審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 該当なし

佳作 1本

近藤 奈帆(埼玉大学 経済学部4年)
「TCFD関連情報開示の実態とその効果」

【部門Ⅱ 審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 1本

獨協大学経済学部松本ゼミナール3年
(金子 竜弥、西中 恵音、保田 遥華、清水 優志、羽鳥 怜、佐野 綾音、大澤 悠之介)
「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査
ー決算説明会動画開示に対する改善提言ー」

佳作 1本

獨協大学経済学部松本ゼミナール3年
(阿部 大星、菅沼 光騎、上田 隼太郎、大和田 叶夢、戸高 璃玖翔、今井 英喜、
小松 彩葵、藏本 聖哉、一瀬 颯介)
「日本企業におけるスキルマトリックス情報開示の現状把握と改善提言」

第14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。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態調査、ケース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。」というテーマに対して、「部門Ⅰ」に3件、「部門Ⅱ」に3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、部門Ⅰから佳作1本、部門Ⅱから優秀賞1本と佳作1本を選定した。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。

部門Ⅰの佳作は、近藤 奈帆氏（埼玉大学4年・石田ゼミナール）の「TCFD関連情報開示の実態とその効果」である。本論文の目的は、日本のTCFD関連情報開示の実態と開示による企業価値への影響を分析し、TCFD 開示の義務化の是非について提案することである。佳作として評価した第1の理由は、大量のデータベースを手作業で作成することから研究が始まっており、その手間と努力である。サンプル数の明示がないが、おそらく2022年3月期の上場会社2,476社について、ホームページから TCFDコンソーシアムへ賛同している企業を抽出し、ホームページ・統合報告書・サステナビリティレポート・TCFDレポートのいずれかでTCFD提案の4つの枠組み（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）またはシナリオ分析を開示している268社（11.4%）を開示企業としている。

第2の理由は、論文としての体裁（問題の所在、先行研究、分析方法、分析結果、考察と提言）、および個々の文章の完成度が非常に高いことである。先行研究を十分に調査・整理し理論仮説を設定した上で10個の説明変数を決定し、TCFD開示の有無を被説明変数とする重回帰分析を行っている。その結果、規模が大きい、セグメント数が少ない、収益性が低い、負債比率が高い、社外取締役比率が高い、女性役員比率が高い、国内機関投資家比率が高いほど、TCFD関連情報の開示を行なうということを示した。また、トービンのQを用いた企

業価値を被説明変数とし、TCFD開示の有無、企業規模、収益性、負債比率を説明変数とする重回帰分析を行い、TCFD開示は企業価値にポジティブな影響を及ぼすという結果を示した。

なお、審査委員からのコメントとして、TCFD開示の義務化が、投資家の投資判断の阻害要因となることおよびTCFD開示への企業のインセンティブが喪失することという理由で開示の自主選択を残すべきとする提言に対しては、開示しない企業のリスクが見えないことの方が投資家にデメリットになるのではないかと、シグナリング理論に依拠しすぎているのではないかと、地球温暖化問題が深刻化している中なので一考を要するのではないかとという意見があった。

部門Ⅱの優秀賞は、金子竜弥氏（獨協大学3年・松本ゼミナール）を代表とする「日本企業の決算説明会動画に関する実態調査—決算説明会動画開示に対する改善提言—」である。本論文の目的は、日本企業のホームページ上で決算説明会動画を開示（配信）している実態と、それらの企業の特徴を分析し、効果的な開示方法および開示内容を検討することである。優秀賞とした第1の理由は、問題意識が明確であり、取り上げた研究課題は、日本の学会を俯瞰してみても本研究が現時点での最先端の研究結果の1つを示すものと思われる、さらに論文としての体裁および個々の文章の完成度が非常に高く、学会レベルの研究として参考・引用文献になるのではという期待がもてることである。

第2の理由は、大量のデータベースを手作業で作成するこのような研究は、個人の研究者では不可能と思われる、ゼミナール生を的確に指導する教授の高い研究水準と教育への情熱があつてこそその研究と思われるからである。本研究では、日本企業1,000社（2020年10月30日 現在のTOPIX1000構成銘柄）の2020年度（3月決算企業であれば2021年3月期）のIR（決算関連）のページで決算説明会動画と、質疑応答（アナリスト等からの質問・経営者等からの回答）に関する資料をすべて収集したものである。その結果、281社が決算動画を

アップロードしており、また音声のみアップロードしている会社が67社あった。分析項目は、動画時間、登場人物人数、目次があるか、決算動画が限定公開であるか、決算動画が前半であるか、英語版の決算動画があるか、英語版の決算資料があるか、社長（CEO）がプレゼンをしているか、カメラの角度が正面か、自社製品・サービスの宣伝をしているか、業績予想の説明をしているかである。

第3の理由は、分析方法として使用しているツールも適切であった。質問内容については、テキストマイニング-共起ネットワーク分析により、①中期計画に関するもの、②売上や利益の変動要因に関するもの、③コロナの影響を踏まえた今後の業績見通しに関するものの頻度が高いことがわかった。また、企業特性と決算動画開示に関しては、説明変数として、機関投資家持株比率、外国人投資家持株比率、取締役会人数（規模）、社外取締役比率、女性役員比率、ROE、負債比率、売上高研究開発費比率、業種ダミー（製造業と非製造業に分類）を用い、被説明変数として、以下の4つの指標を用いて重回帰分析を行なっている。その結果、（1）決算説明会の動画開示をしている会社の属性は、モデル1によると取締役会規模が大きく、社外取締役比率が高く、女性役員比率が高く、売上高研究開発費比率が高いことである。（2）決算説明会動画時間の長さについては、モデル2によると機関投資家持株比率が高く、社外取締役比率が高く、女性役員比率が高く、売上高研究開発費比率が高い企業ほど長くなる。（3）英語版決算会動画の開示をしている会社は、モデル3によると機関投資家持株比率が高く、取締役会規模が大きく、社外取締役比率が高く、女性役員比率が高い。また、機関投資家持株比率の代わりに外国人投資家持株比率を使用したモデル4では、外国人投資家持株比率が高い会社ほど英語版決算会動画を開示する傾向にあった。さらに、企業特性と質疑応答等との関係についての重回帰分析から、①社外取締役比率が高く、女性役員比率が高い企業ほど質疑応答を行なっている、②ROEが高く、売上高研究開発費比率が高い企業ほど質疑応答での質問個数が多い、③モデル3では負債比率が高い、モデル4では負債比率が高く、外国人投資家持株比率が高いと決算説明会で登場するプレゼン人数が多いことが分かった。

第4の理由は、指摘・改善の提案として挙げられた事項、すなわち、①決算説明会動画の開示企業は少ない、②決算説明会動画は3カ月程度で期限切れとなる、③決算動画再生時間は40分程度でまとめること、④決算説明会のプレゼンターをすることの多い社長の言動・振る舞いに注意を払うべき、⑤質疑応答での無回答は避ける、はきわめて示唆に富むものであったからである。

なお、審査委員からのコメントとして、「コーポレート・ガバナンス構造が厳格」という言葉がしばしば登場するが、何をもって「厳格」なのかを記述してほしい。また、質疑応答の分析に関して、理由次第では無回答もやむを得ないこともあるのではないかと。無回答の理由を社長が述べているか否かについても調査する必要があるというものである。

部門Ⅱの佳作は、阿部大星氏（獨協大学3年・松本ゼミナール）を代表とする「日本企業におけるスキルマトリックス情報開示の現状把握と改善提言」である。本論文の目的は、株主総会招集通知を利用して日本企業のスキルマトリックス情報開示の現状・特徴を分析し、改善提案を行なうことである。佳作とした第1の理由は、大量のオリジナルのデータベースを作成し分析に用いていることである。本研究では、日本企業1,000社（2020年10月現在のTOPIX1000構成銘柄）の株主総会招集通知をダウンロードし、スキルマトリックス情報の開示状況について、取締役人数、社外取締役数、監査役数、社外監査役数、執行役員数、スキルマトリックス項目数（企業レベル）、個人（役員）レベルでのスキル項目・項目数（全て）、当該役員の性別（男子・女子）、当該役員の国籍（日本、日本以外）のデータベースを作成した。その結果、333社が開示しており、対象役員は3,583人であった。

第2の理由は、役員の属性別の特徴を識別する等、興味を引く詳細かつ丁寧な分析がなされており、また論文としての体裁および個々の文章の完成度が高いことである。1次集計の分析として、企業別の保有スキル項目別の頻度に加え、役員（女性、外国人、社外取締役、経営者ごと）の保有スキル項目別の頻度の集計結果を得た。さらに、スキルマトリックス情報開示の決定要因に関する重回帰分析では、企業規模、海外売上高比率、収

益性（ROE）、負債比率、取締役人数、社外取締役比率、女性役員比率、外国人投資家持株比率、上位10大株主持株比率、業種ダミー（製造業と非製造業に分類）を説明変数とし、被説明変数として、①スキル開示の有無、②開示スキル数、③役員平均保有スキル数の3つのモデルを組んでいる。最後に、スキル情報開示と企業のパフォーマンスとの関係についての分析では、（1）開示する企業の総資産回転率は低い。（2）開示スキル数の多い企業のROEは高く、総資産回転率が高いとする結果を示した。

なお、審査委員からのコメントとして、「コーポレートガバナンスの厳格さ」の意味内容が不明である。業種・業態等によって個々の企業の役員に求められるスキルの実質が異なっており、また、開示されるスキル項目の意味内容が同じ用語であっても、異なっていることも考えられるので、企業の業績と役員スキルの項目や項目数との関係の解釈は難しい。役員属性に関して、分類項目が多くの研究と同様の分類（例えば、財務、会計、法務など）に加え、役員性格、意思決定傾向等の属性を把握できれば、さらに興味深い研究ができるであろうとする意見があった。

「プロネクサス懸賞論文」募集が第14回目を迎え、「部門Ⅰ」については若手大学教員・大学院生からの応募がなく、「部門Ⅱ」についてはすべて学部学生の研究論文であった。この原因として、今回の受賞論文を参照していただければわかるように、大量のデータベースを手作業で作成することから研究が始まっており、このような研究は、個人の研究者では不可能と思われ、ゼミナール生を的確に指導する教授の高い研究水準と教育への情熱があつてこそこの研究という意味で、きわめて研究・論文のレベルが高くなったからではないかと考えられる。しかし、審査においては、分析結果の活用などによる知見の獲得と提言の導出を重視しており、重回帰分析等の統計的手法を用いずとも、企業が実際に開示した内容をグラフや表にして検討すること、特異なケースを丁寧に分析することによっても優秀な研究・論文であると認められる。

ともかくも、今回の優秀賞論文は、日本の学会を俯瞰してみても、本研究が現時点での最先端の研究結果の1つを示すものと思われる。「プロネク

サス懸賞論文」で受賞した論文は、「研究レポート」などのジャーナルに全文が掲載されるので、学会においても参照・引用可能となり、著者名を付して学術的な貢献がなされた証左となるものである。今回の受賞論文を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待する。

以上

【第14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 (前会計教育研修機構 代表理事専務)

委員 川村 義則 (早稲田大学商学学術院 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 (株バリュークリエイト 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 (株プロネクサス 取締役会長)

第14回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作
「TCFD関連情報開示の実態とその効果」



近藤 奈帆(埼玉大学 経済学部4年)

1. はじめに

世界的に気候変動リスクへの関心が高まっている。地球温暖化により豪雨の頻発化や台風の巨大化などの異常気象が世界各地で多発しており、人類の生活を脅かしている。そうした気候変動に伴うリスクは、企業の経営活動に対しても様々な影響を及ぼす可能性がある。例えば、石油・石炭関連の事業を営む企業は「脱炭素」に伴い石油・石炭の消費を抑える必要があり、当該事業における収益悪化のリスクがあると考えられる。また不動産を営む企業は、所有する不動産が台風や洪水の被害を受ければ売上の減少や費用の増加などの影響があると想定できる。

日本でも台風や洪水などの気象災害が年々その脅威を増しており、気候変動リスクへの注目が集まりつつある。2022年3月には、金融庁が2023年度から有価証券報告書に新たに気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD; Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の提言に沿った情報開示の記載欄を設け、上場企業に対して気候変動リスクの開示を義務化する方針を明らかにした。TCFDとは、金融安定理事会がG20からの要請を受けて2015年に設立した組織である。当組織は気候関連の情報開示及び金融機関の対応をどのように行なうかを検討することを目的として設置され、2017年6月には気候変動関連のリスクや機会についての開示の枠組みを示す最終報告書を公表した。この最終提言が公表されて以降、世界各国の企業や機関が本提言に賛同しており、2022年8月25日時点で世界全体で3,727、日本では

1,042の企業・機関が賛同表明を行なっている。

しかし、本稿の調査によれば2022年3月末時点でTCFD関連項目の開示を行なっている日本企業は上場企業2,476社のうち268社と約11%にとどまっている¹。TCFD提言に沿った開示を行なっている企業はまだまだ少なく、開示を行なう企業のインセンティブや開示による影響などもあまり明らかになっていない。石田他(2021)においてTCFDへの賛同表明に関する研究が行われているが、実際に開示を行なっている企業についての研究は筆者の知るところではいまだ存在しない。気候変動関連情報の開示への注目が高まっているいま、TCFD開示企業の特性や開示による効果を示すことは、企業や投資家など様々な利害関係者にとって有益であると考えられる。

本稿の目的は大きく3つある。第1に、TCFD関連項目の開示を行なう企業の特性を明らかにすることである。この分析を通じて、日本企業がどのようなインセンティブをもってTCFD関連項目の開示を行なっているのかを明らかにする。第2に、TCFD関連項目の開示を行なうことによる企業価値への影響を明らかにすることである。第3に、これら2つの分析を踏まえてTCFD開示の実態と効果を整理し、TCFD開示の義務化の是非に関して提言を行なうことである。TCFD開示は、現状企業の自発性に委ねられているが、開示が義務化されることで企業や投資家に様々な影響が生じることが予測される。本稿では、そうした影響を考慮したうえで、開示の義務化の是非について検討していく。

¹ TCFD関連項目の開示を行なっている企業とは、ホームページ、統合報告書、サステナビリティレポート、TCFDレポートのいずれかの媒体において、TCFD提言の4つの枠組み（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）について開示している、もしくはシナリオ分析について開示している企業を対象としている。

分析の結果は次の通りである。TCFD関連項目の開示を行う企業の実態については、(1)規模が大きい、(2)セグメント数が少ない、(3)収益性が低い、(4)負債比率が高い、(5)社外取締役比率が高い、(6)女性役員比率が高い、(7)機関投資家持株比率が高い企業ほど、TCFD開示を行なう傾向にあることが明らかになっている。TCFD関連項目の開示による企業価値への影響に関しては、TCFD開示企業は非開示企業に比べて企業価値が高い傾向にあることが確認されている。以上の分析結果から、TCFD関連項目の開示を行なう企業は自社の企業特性や財務特性、ステークホルダーとの関係性などを考慮したうえで自発的に開示を行っており、その行動は合理的な意思決定に基づくものであると考えられる。また、そうした合理的な意思決定に基づく開示行動であるゆえ、企業価値に対してはポジティブな影響をもたらしている可能性を示唆している。

金融庁の発表によれば、2023年度から有価証券報告書においてTCFD関連項目の開示が義務化される。現状TCFD開示は企業の自発性に一任されているが、もし今後TCFD関連情報の開示が義務化されれば、インセンティブに関係なくすべての上場企業がTCFD開示を行なうこととなる。TCFD開示の必要性を感じていない企業も開示を迫られることになり、情報開示にかかる莫大なコストを負担しなければならなくなる。また、コスト削減のために見かけだけの情報開示を行なう企業も現れるかも知れない。このことにより、投資家は企業のディスクロージャーが信頼に足るものなのかどうかの見分けがつかなくなってしまうだろう。またすべての企業がTCFD開示を行なえば、いま開示を行っている企業だけが享受しているメリットが失われてしまう可能性がある。自発的な情報開示のインセンティブのひとつとして、開示に係るコストを開示による企業価値向上といったメリットが上回ることが挙げられる。このメリットが得られなくなれば、情報開示に力を入れる企業が減ってしまうだろう。TCFD開示において自由な選択肢を残すことが、企業のCSR活動や投資家の意思決定にとってより効果的であると考えられる。よって、TCFD関連情報の開示は自発開示のままにすることを提案する。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、先行研究を整理し、本研究の仮説を提示する。第

3節では、リサーチデザインおよびサンプルについて説明する。第4節では分析結果について述べる。第5節は本稿を通してのまとめとTCFD開示の義務化の是非についての提言を行なう。

2. 先行研究と仮説構築

2.1 理論の整理

TCFD開示企業の決定要因を検討するうえで、環境情報の自発的な開示を行なう企業の動機について分析している先行研究を参考にする。環境情報およびTCFD関連項目はいずれも企業が自発的に開示を行なうものである。またTCFDは気候変動関連の情報開示であることから環境情報開示の一部であると考えられる。上記のような共通点から、環境情報開示企業に関する文献を参考にTCFD開示企業に関する仮説を設定する。

企業が自発的な環境情報開示を行なう動機を検討するうえでの考え方として、社会政治的開示理論、エージェンシー理論、制度理論の大きく3つの考え方がある(Rüdiger et al., 2015)。

社会政治的開示理論によれば、企業の自発的な開示の目的は、企業活動に関する情報を提供することだけでなく、非市場関係者および社会全体による社会的・政治的プレッシャーに企業が対応するための手段となることである(Gray et al., 1995)。さらに社会政治的開示理論を説明する理論として、ステークホルダー理論と正当性理論がある。

ステークホルダー理論では、企業は多様なステークホルダーからのニーズを満たし、それぞれのステークホルダーとの関係性を向上させるために自発的な情報開示を行なう(Freeman, 1983)。気候変動による影響について世界全体の注目が集まっており、企業は様々なステークホルダーからのプレッシャーの高まりに直面している。ステークホルダー理論によれば、企業は持続可能性の確保のために、ステークホルダーからの期待に応え、支持を得る必要がある。このことは、環境情報の開示がステークホルダーからのプレッシャーに応える手段として利用されることを示唆している。

正当性理論は、企業と社会の間の社会契約という概念を基礎とし、この契約が守られている限り企業は持続可能であるという考え方である(Suchman, 1995)。この理論では、投資家の権利のみならず広く公共の権利を考慮することを重要

視しており、企業は自社の正当性を確保するために社会の期待や価値を満たす必要がある (Deegan and Unerman, 2006)。企業は情報開示によって社会の期待に応え、自社の事業活動の正当性を示すインセンティブがあると考えられる。

株主は経営者の行動を直接監視することができないため、両者の間に情報の非対称性が存在する可能性がある。エージェント理論に基づけば、企業は情報開示を行なうことで情報の非対称性を緩和し、逆選択やモラルハザードといった問題を防ごうとすると考えられる (Friedman, 1970)。とりわけ、パフォーマンスが高い企業は自発的に情報開示を行ない、パフォーマンスの低い企業との差別化を図ることで、企業イメージの向上、投資の促進、資本コストの削減といった利益を得ようとするインセンティブを有するだろう。

制度理論は、企業が利益を最大化することだけを目指すのではなく、社会の様々な機関の要件を満たすことも目指すとする考え方である (Mayer and Rowan, 1977)。この理論に基づけば、企業は自発的な開示を行なうことにより様々な機関からの要件を満たし、信頼性と社会的受容を得ることができると考えられる。

上記のように、環境情報開示においては複数の理論に基づいた考察がなされているが、すべての状況や社会に適用可能な普遍的な理論はないとされている (Mohamed and Ahmed, 2014)。各国の文化、環境、経済そして政治など、それぞれの状況によって異なる理論が必要である。

2.2 TCFD開示の決定要因

本節では、理論的な視点と先行研究に基づき、TCFD開示の決定要因を設定する。決定要因はその特性ごとに、(1)ステークホルダーの多様性、(2)環境にセンシティブな産業、(3)財務特性、(4)コーポレート・ガバナンス、(5)株主の所有構造の大きく5つに分けて考察している。

2.2.1 ステークホルダーの多様性

ステークホルダー理論に基づけば、ステークホルダーが多様であるほど、企業への期待や注目度が高まり、企業はニーズを満たすことで正当性を示すことが必要となる。ステークホルダーの多様性に関わる指標として、企業規模、多角化程度、国際化程度などといった指標が挙げられる。

大企業であるほど注目を集めやすく、また従業員や株主といったステークホルダーが多様になるため、正当性を示すために自発的な開示を行なうと予測される。実際に、いくつかの先行研究において環境開示と企業規模との間には正の相関があることが明らかになっている (Andrikopoulos and Krikilani, 2013; Stanny, 2012; Stanny and Ely, 2008)。したがって、規模が大きい企業ほど、TCFD開示を行なうと予測される。

仮説1-1：企業規模とTCFD開示には正の関係性が存在する。

企業の事業が多角的であるほど、ステークホルダーとの関係性は多様化すると考えられる。また事業ごとに抱える気候変動リスクも異なるため、それぞれの事業が抱えるリスクの透明化を望むステークホルダーも多くいるだろう。企業は自社の正当性の確保のため、そうしたニーズに応えることが予想される。よって、多角化が進んでいる企業ほど、TCFD開示を行なうと推測する。

仮説1-2：多角化程度とTCFD開示には正の関係性が存在する。

一般的に、企業は国際化に伴ってステークホルダーが多様化し、より多くの情報を開示することを余儀なくされる (Levy, 1995; Meek et al., 1995)。ステークホルダーが多様化すれば、企業の情報に対するニーズも複雑になり、現状の情報量だけではそれらのニーズを満たすことができないためである。また、多国籍企業は認知度の高さからNGOなどの利益団体から注目されやすいとされている (Kostova and Zaheer, 1999)。このような国際化に伴う各国のステークホルダーの情報に対するニーズの多様化、およびプレッシャーの高まりは、企業の自発的な開示を促進すると予想される。

一方で、先行研究において国際化が企業の環境情報開示に負の影響を与えるという見解も存在する。Kolk and Fortanier (2013)によれば、国際化が進んでいる企業は、地理的分散により各国における企業規模が縮小する。企業規模と環境情報開示には正の関係性があると考えられているため、企業規模の縮小は情報開示に負の影響を与えると

予測できる。また、情報開示に対するプレッシャーも分散され、企業にとって個々のステークホルダーの重要性が低くなると述べられている。このような理由から、国際化が情報開示を減少させる可能性も考えられる。本稿では上記双方の議論を考慮し、国際化について帰無仮説を立てる。

仮説1-3：国際化程度とTCFD開示には関係性は存在しない。

2.2.2 環境にセンシティブな産業

環境にセンシティブな産業に属する企業は、気候変動などの環境の変化に伴い環境に悪影響を及ぼす可能性が高く、環境情報開示に対する社会からのプレッシャーがより大きくなる。そうしたプレッシャーの高まりに対応し正当性を確保するために、企業は情報開示を行なうと考えられる。またWatts and Zimmerman(1978)によれば、環境にセンシティブな産業に属する企業は、政府からより厳しい規制を受ける可能性が高く、そうした政府の制裁のリスクを最小限に抑えるべくより多くの環境情報開示を行なうとされている。実際にXianbing and Anbumozhi(2008)は、環境にセンシティブな産業に属する企業ほど、そうでない企業に比べて環境情報開示の開示率が有意に高いことを明らかにしている。

仮説1-4：環境センシティブリティとTCFD開示には正の関係性が存在する。

2.2.3 財務特性

財務特性と環境開示との間には、明確な関係性は明らかになっていない。財務的に健全な企業は、余剰財源が存在することからステークホルダーに対する義務をより簡単に果たすことができるとされている。この考え方に基けば、収益性が高い企業および負債比率が低い企業ほど財務的に健全であり、情報開示にかかるコストを賄う余裕があることになる。しかし、Andrikopoulos and Krikhani(2013)によれば、高収益の企業は自社の収益性を高めることで正当性を確保しており、環境開示を行なう必要性が低いという。また負債比率の高い企業ほど、資本コストを削減するために自発的に情報開示を行なうという見解も存在する(Jensen and Meckling, 1976)。したがって、収

益性および財務特性については正負の両方の関係性が考えられるため、帰無仮説を立てる。

仮説1-5：収益性とTCFD開示には関係性は存在しない。

仮説1-6：負債比率とTCFD開示には関係性は存在しない。

2.2.4 コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスは、利害関係者の利益保護のために企業の抱えるリスクを管理・制御し、報告する責務を担っている。多くの先行研究で、取締役会の構造が企業の環境ディスクロージャーに影響を与えることが明らかになっている。まず、複数の文献において、取締役会の規模と企業の環境開示には正の関係性があることが報告されている(Muhammad et al., 2017; Valentina and Nicola, 2019)。これには、取締役会の規模が大きいほど経営者からの影響が小さく、それによって独立性が保たれることが関係していると思われる。Jensen and Meckling(1976)によれば、独立性の高い取締役会はエージェンシー問題を軽減させ、監視の質を高める。この際、企業は取締役会によるプレッシャーに対応するべく、より多くの情報を開示すると考えられる。また、取締役会の人数が多ければ、職歴・性別、専門性や性別についての多様性が高まる。そうした取締役会の多様性は、環境情報開示に対する企業の積極性に影響を与えている可能性がある(小澤, 2021)。よって、取締役会の規模が大きい企業ほど、TCFD開示に積極的であると予測する。

仮説1-7：取締役会規模とTCFD開示には正の関係性が存在する。

先に述べたように、コーポレート・ガバナンスの独立性や多様性は、企業の環境情報開示に影響を及ぼす可能性がある。取締役会の独立性を表すひとつの指標として、社外取締役比率が挙げられる。社外取締役は一般株主と利益相反の生じるおそれのない役員として、企業のガバナンスにおいて重要な監視役となっている。実際に、Muhammad et al(2017)では、社外取締役比率と環境情報開示の間に正の関連性があることを報告している。

また、取締役会の性別の多様性に関する指標と

して、取締役会の女性役員比率がある。Ciocirlan and Pettersson(2012)では、企業の従業員の多様性と気候変動への取り組みの関連性について分析しており、女性の比率と気候変動関連の活動への積極性との間に有意に正の関連性があることを発見している。また、Walid et al. (2017)は、取締役会の女性役員比率と気候変動関連の情報開示との間には正の相関があることを報告している。

仮説1-8：社外取締役比率とTCFD開示には正の関係性が存在する。

仮説1-9：女性役員比率とTCFD開示には正の関係性が存在する。

2.2.5 株主の所有構造

株主の所有構造もまた、情報開示に影響を及ぼすと考えられている。とりわけ機関投資家は責任ある投資家原則に基づき、環境問題に対する企業行動について高い透明性を要求する可能性がある。Cotter and Najah(2012)は、機関投資家が企業にとって強力なステークホルダーとして作用し、企業の情報開示に対してポジティブな影響を与えると報告している。企業にとって、機関投資家の影響が大きいほど、環境情報開示へのプレッシャーが高まり、正当性を示す必要性が高くなると予測される。

仮説1-10：機関投資家持株比率とTCFD開示には正の関係性が存在する。

2.3 TCFD開示による企業価値への影響

続いて、TCFD提言に沿った情報開示が企業価値に及ぼす影響について検討する。株価は企業の現

在の経営状態に加え、将来の利益や長期的な成長性といった要素も織り込んでいる。TCFDの開示枠組みにおいて、気候変動に伴うリスクに対するレジリエンスおよび機会についての開示項目が設けられている。企業の抱えるリスクは、将来の不安要素として市場からネガティブな評価を受けるおそれがある。しかし、そのリスクへの対応を説明することによって、投資家が企業への評価を改めることが期待できる。また、気候変動に伴う機会は、企業の事業拡大の可能性を示唆しており、市場からポジティブに受け入れられると予測できる。

TCFD開示が企業価値に及ぼす影響は、エージェンシー問題の観点からも考察できる。TCFD関連情報の開示は、企業の自主性に委ねられている。自発的な情報開示は、経営者と投資家の間に存在する情報の非対称性を緩和し、自己資本コストの低下をもたらす(内田, 2005)。とりわけ、環境関連の情報は投資家にとって入手しにくく、環境開示はエージェンシーコストの削減に大きく貢献すると思われる。自己資本コストの低減によって、最終的に株価は上昇すると考えられる。

上記の考察に基づき、以下の仮説を提示する。

仮説2：TCFD開示は企業価値を上昇させる。

3. リサーチデザイン

3.1 決定要因に関する回帰モデル

本稿では、TCFD開示の決定要因を検証するため、以下の回帰モデルを用いる。変数の採用については同時決定や逆因果の問題を考慮し、説明変数は従属変数の直前年度の決算値を使用する。変数の設定および回帰モデルの採用にあたっては、TCFD賛同表明の決定要因を分析している石田他(2021)を参考にしている。

$$\begin{aligned}
 TCFD_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Segment_{i,t-1} + \beta_3 Overseas\ Sales\%_{i,t-1} \\
 & + \beta_4 ESI_{i,t-1} + \beta_5 Profitability_{i,t-1} + \beta_6 Leverage_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 Board\ Size_{i,t-1} + \beta_8 Outside\ Director\%_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 Female\ Director\%_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} Institutional\ Ownership\%_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

従属変数 $TCFD_{i,t}$ は2022年3月末時点でTCFD開示を行なっている企業であれば1を、そうでなければ0をとるダミー変数である。説明変数は、仮説1-1

から1-10に対応した10の変数である。 $Size_{i,t-1}$ は企業規模を表しており、代理変数として総資産の自然対数を用いる。 $Segment_{i,t-1}$ は多角化程度を示し

ており、事業セグメント数を利用する。*Overseas Sales%_{i,t-1}*は国際化程度を表し、海外売上高比率で代理する。*ESI_{i,t-1}*は環境にセンシティブな産業(ESI)に属する企業であれば1、そうでない企業であれば0をとるダミー変数である。本稿では石田他(2021)を参考に、鉱業、パルプ・紙、化学、石油・石炭製品、鉄鋼、電気・ガスの6業種をESIとして分類する。*Profitability_{i,t-1}*は収益性を示す変数であり、総資産利益率を利用する。*Leverage_{i,t-1}*は負債比率である。*Board Size_{i,t-1}*は取締役会の規模を表しており、代理変数として取締役人数を利用する。*Outside Director%_{i,t-1}* および *Female*

*Director%_{i,t-1}*は、それぞれ社外取締役比率、女性役員比率である。また株主の所有構造に関わる変数として、国内機関投資家持株比率を示す *Institutional Ownership%_{i,t-1}* を変数として設定している。

3.2 企業価値に関する回帰モデル

続いて、TCFD開示が企業価値に及ぼす影響の検証にあたり、下記の回帰モデルを設定する。決定要因の検証と同様、石田他(2021)を参考にしている。

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin } Q_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 TCFD_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Profitability}_{i,t-1} \\
 &+ \beta_4 \text{Leverage}_{i,t-1} \\
 &+ \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

従属変数 *Tobin Q_{i,t}* はトービンのQを示しており、企業価値の代理変数である。関心変数は *TCFD_{i,t}* であり、TCFD開示を行なっている企業であれば1、

そうでなければ0をとるダミー変数である。またコントロール変数として、*Size_{i,t-1}*、*Profitability_{i,t-1}*、*Leverage_{i,t-1}* の3つの変数を含めている。

表1 変数の定義

変数	定義
<i>TCFD_{i,t}</i>	TCFD提言に沿った開示を行なっていれば1、そうでなければ0のダミー変数
<i>Size_{i,t-1}</i>	t-1期末総資産の自然対数
<i>Segment_{i,t-1}</i>	t-1期事業セグメント数
<i>Overseas Sales%_{i,t-1}</i>	t-1期海外売上高比率
<i>ESI_{i,t-1}</i>	t-1期に環境にセンシティブな産業(鉱業、パルプ・紙、化学、石油・石炭製品、鉄鋼、電気・ガス)に属していれば1、そうでなければ0をとるダミー変数
<i>Profitability_{i,t-1}</i>	t-1期親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ t-1期末総資産
<i>Leverage_{i,t-1}</i>	t-1期末負債 ÷ t-1期末総資産
<i>Board Size_{i,t-1}</i>	t-1期取締役人数
<i>Outside Director%_{i,t-1}</i>	t-1期社外取締役比率
<i>Female Director%_{i,t-1}</i>	t-1期女性役員比率
<i>Institutional Ownership%_{i,t-1}</i>	t-1期国内機関投資家持株比率
<i>Tobin Q_{i,t}</i>	(t期末株式時価総額+t期末負債) ÷ t期末総資産

3.3 サンプル抽出

本稿では、2022年3月期決算の企業を対象として、決算月数12か月の企業、金融業に該当しない企業、分析に必要なデータがすべて入手可能な企業をサンプルとして抽出している。TCFD開示企業に関するデータは、TCFDのホームページおよび各

社ホームページに基づいて取得している。まず、TCFDのホームページにおけるTCFDコンソーシアム会員一覧より、TCFDへの賛同表明を行なっている企業を抽出している。そして抽出した各企業のホームページ、統合報告書、サステナビリティレポートおよびTCFDレポートを参照し、いずれかの

媒体においてTCFD提言の4つの枠組み(ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標)またはシナリオ分析についての開示を行なっている企業を、TCFD開示企業として設定している。開示媒体について、有価証券報告書は法的開示制度という性質上、TCFD開示のような将来予測を含む不確定情報の開示が困難であり、TCFD開示の有無を判断することが容易ではなかったため、本稿の分析対象から省いている。また開示内容について、TCFD提言における4つの枠組みおよびシナリオ分析に関わる開示はTCFD提言に特有の開示内容であることから、このいずれかの情報を開示しているか否かを判定基準として定めている。

4. 分析結果

4.1 記述統計量

表2は記述統計量を表したものである。本稿では異常値による影響を排除するため、連続変数について上下1%でウィンソライズを施している。 $TCFD_{i,t}$ の平均値は0.114であり、サンプルのうちTCFD関連情報の開示を行なっている企業は11.4%であることがわかる。 $Size_{i,t-1}$ の平均値は11.108で

あり、金額ベースに換算すれば総資産の平均値は66,703百万円となる。 $Segment_{i,t-1}$ の平均値は3.101であり、また第3四分位数の値が4であるため、多くの企業は4つ以下の事業セグメントを有していることが読み取れる。 $Overseas\ Sales\ \%_{i,t-1}$ の平均値からは、サンプルの海外売上高比率の平均値が16.5%であることがわかる。 $ESI_{i,t-1}$ の平均値は0.126であり、サンプルのうち12.6%が環境にセンシティブな産業に属していることが伺える。 $Profitability_{i,t-1}$ および $Leverage_{i,t-1}$ の平均値からは、サンプルの総資産利益率の平均値が2.0%、負債比率の平均値が47.2%であることがわかる。コーポレート・ガバナンスに関する変数について、 $Board\ Size_{i,t-1}$ 、 $Outside\ Director\ \%_{i,t-1}$ 、 $Female\ Director\ \%_{i,t-1}$ の平均値は、取締役の平均人数が8.6名、社外取締役比率の平均が32.3%、女性役員比率の平均が5.6%であることを示している。 $Institutional\ Ownership\ \%_{i,t-1}$ の平均値は0.119であり、サンプルの国内機関投資家持株比率の平均値は11.9%であることが読み取れる。最後に、 $Tobin\ Q_{i,t}$ の平均値は1.140であり、平均的に資本の再取得価格を企業価値が上回っていることがわかる。

表2 記述統計量

	平均値	標準 偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値
$TCFD_{i,t}$	0.114	0.318	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$Size_{i,t-1}$	11.108	1.819	7.294	9.858	10.898	12.240	16.077
$Segment_{i,t-1}$	3.101	1.283	1.000	2.000	3.000	4.000	10.000
$Overseas\ Sales\ \%_{i,t-1}$	0.165	0.241	0.000	0.000	0.000	0.294	1.000
$ESI_{i,t-1}$	0.126	0.332	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$Profitability_{i,t-1}$	0.020	0.059	-0.267	0.008	0.028	0.048	0.147
$Leverage_{i,t-1}$	0.472	0.190	0.103	0.323	0.468	0.616	0.909
$Board\ Size_{i,t-1}$	8.607	2.762	0.000	7.000	8.000	10.000	28.000
$Outside\ Director\ \%_{i,t-1}$	0.323	0.122	0.000	0.250	0.333	0.400	0.833
$Female\ Director\ \%_{i,t-1}$	0.056	0.069	0.000	0.000	0.000	0.100	0.444
$Institutional\ Ownership\ \%_{i,t-1}$	0.119	0.098	0.000	0.033	0.103	0.181	0.684
$Tobin\ Q_{i,t}$	1.140	0.774	0.470	0.762	0.919	1.163	5.553

注：上の表は記述統計量である。連続変数は上下1%で置換している。

4.2 検証結果

表3は(1)式の分析結果を示したものである。係数が統計的に有意である変数は、 $Size_{i,t-1}$ 、 $Segment_{i,t-1}$ 、 $Profitability_{i,t-1}$ 、 $Leverage_{i,t-1}$ 、 $Outside\ Director\ \%_{i,t-1}$ 、 $Female\ Director\ \%_{i,t-1}$ 、

$Institutional\ Ownership\ \%_{i,t-1}$ である。このことは、規模が大きい、セグメント数が少ない、収益性が低い、負債比率が高い、社外取締役比率が高い、女性役員比率が高い、国内機関投資家比率が高い企業ほど、TCFD関連情報の開示を行なう傾向にあ

ることを示している。 $Segment_{i,t-1}$ については仮説と異なり、TCFD開示との間に負の関係性が見られた。以上の分析結果より、企業は自社の企業特性や財務特性、ステークホルダーとの関係性などを

考慮したうえでTCFD関連の情報開示を自発的に行なっており、その行動は合理的な意思決定に基づくものであると考えられる。

表3 多変量分析—決定要因—

	被説明変数 = $TCFD_{i,t}$		
	係数	[t値]	(p値)
切片	-0.935	[-17.959]**	(<0.001)
$Size_{i,t-1}$	0.091	[15.357]**	(<0.001)
$Segment_{i,t-1}$	-0.013	[-2.369]*	(0.018)
$Overseas Sales\%_{i,t-1}$	-0.019	[-0.584]	(0.560)
$ESI_{i,t-1}$	0.019	[0.871]	(0.384)
$Profitability_{i,t-1}$	-0.248	[-1.964]*	(<0.050)
$Leverage_{i,t-1}$	0.098	[2.487]*	(0.013)
$Board Size_{i,t-1}$	-0.006	[-1.916]	(0.056)
$Outside Director\%_{i,t-1}$	0.133	[2.245]*	(0.025)
$Female Director\%_{i,t-1}$	0.340	[3.209]**	(0.001)
$Institutional Ownership\%_{i,t-1}$	0.259	[2.778]**	(0.006)
R ²		0.331	
Adj-R ²		0.326	
N		1,431	

注：上の表は(1)式の推定結果である。連続変数は上下1%で置換している。*は5%水準、**は1%水準で有意であることを示している。

表4は(2)式の分析結果を表している。(2)式において本稿が注目する変数は $TCFD_{i,t}$ であり、その係数は正の値をとり、かつ統計的に有意であることが明らかになった。このことは、TCFDを開示す

る企業ほどトービンのQ、すなわち企業価値が高いことを示唆している。よって、TCFD情報の開示は企業にポジティブな影響を与えられられる。

表4 多変量分析—企業価値—

	被説明変数 = $Tobin Q_{i,t}$		
	係数	[t値]	(p値)
切片	2.040	[13.560]**	(<0.001)
$TCFD_{i,t}$	0.350	[4.578]**	(<0.001)
$Size_{i,t-1}$	-0.084	[-6.152]**	(<0.001)
$Profitability_{i,t-1}$	1.116	[3.042]**	(0.002)
$Leverage_{i,t-1}$	-0.073	[-0.646]	(0.518)
R ²		0.032	
Adj-R ²		0.029	
N		1,431	

注：上の表は(2)式の推定結果である。連続変数は上下1%で置換している。*は5%水準、**は1%水準で有意であることを示している。

5. おわりに

本稿では、TCFD関連情報の開示を行なう企業の決定要因と、開示による企業価値への影響について分析を行なった。分析の結果、TCFD関連項目の開示を行なう企業は自社の企業特性や財務特性、ステークホルダーとの関係性などを考慮したうえで自発的に開示を行なっていることが明らかになった。またその行動は合理的な意思決定に基づくものであることが考えられ、そうした合理的な意思決定に基づく開示行動であるゆえ、企業価値に対してはポジティブな影響をもたらしている可能性が考えられる。

金融庁によれば、2023年度からは有価証券報告書においてTCFD関連項目の開示が義務化される。本稿の調査によれば、いまTCFD開示を自発的に行なう企業は合理的な意思決定に基づき開示を行なっており、そうした開示行動が企業価値向上につながっている。しかし、TCFD開示が義務化されることになれば、こうした企業の開示行動や企業価値に変化があることが予測される。第1に、開示の義務化が投資家の投資判断の阻害要因となる可能性がある。すべての上場企業が強制的にTCFD開示を行なうことになれば、開示を必要と感じていない企業までもが開示に係る莫大なコストを負担する必要が出てくる。そうした開示に係るコストや労力削減のため、見かけだけの開示を行なう企業も出てくるかもしれない。そうなれば、投資家にとっては企業の開示内容が信頼性に足るものか判断できなくなるだろう。

第2に、開示の義務化によって、企業がTCFD開示に力を入れるインセンティブが喪失する可能性が考えられる。いまTCFDの開示を行なっている企業は、自らの合理的な意思決定に基づき、開示によるメリットが開示に伴うコストを上回ることを期待してそうした開示行動をとっていると思われる。TCFD開示によって企業はCSR活動に力を入れていることを示すことができ、開示を行なっていない企業との差別化を図ることができるといえる点で、TCFD開示は企業戦略上の重要な選択肢のひとつであると言える。しかし、すべての企業がTCFD開示を行なうことになれば、いま自発的に開示を行なっている企業だけが得られているメリットを享受できなくなるおそれがある。そうしたメリットがなくなれば、企業は開示に力を入れるインセンティブを失ってしまうだろう。企業が開示に力

を入れて質の高い開示を行なうためには、TCFD開示について自由な選択肢を与えるべきである。以上のような理由から、TCFD開示は自発開示のままにすべきであることを提言する。

最後に、本稿の限界について述べる。分析結果の外的妥当性が挙げられる。本稿はサンプルとして日本企業のみを対象としており、本稿の分析結果が外国企業においても通用するのかどうかは定かではない。今後は外国企業においても同様の結果が得られるのかどうか、検討していく必要がある。

参考文献

- [1] 石田惣平・伊藤邦雄・河内山拓磨. 2021. 「TCFD賛同表明の決定要因と企業価値への影響」『一橋大学CFO教育研究センター Working Paper Series』1: 1-28.
- [2] 内田里美. 2005. 「自発的な情報開示が自己資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』6: 15-25.
- [3] 小澤彩子. 2021. 「取締役会の性別構成と環境情報開示」『経済経営研究』42 (1)
- [4] Andrikopoulos, A., and Kriklani, N. 2013. “Environmental disclosure and financial characteristics of the firm: The case of Denmark.” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 20: 55–64.
- [5] Chan C, and Kent P. 2003. “Application of stakeholder theory to the quantity and quality of Australian voluntary corporate environmental disclosures.” SSRN <https://ssrn.com/abstract=447901> (参照 2022-09-25).
- [6] Ciocirlan, C., and Pettersson, C. 2012. “Does Workforce Diversity Matter in the Fight Against Climate Change? An Analysis of Fortune 500 Companies.” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 19: 47-62.
- [7] Cotter, J., and Najah, M.M. 2012. “Institutional investor influence on global climate change disclosure practices.” *Australian Journal of Management* 37 (2): 169–187.
- [8] Deegan, C., and Unerman, J. 2006. *Financial accounting theory*. McGraw-Hill.
- [9] Freeman, R. E. 1983. *Strategic management: A stakeholder approach*. Advances in Strategic Management.
- [10] Friedman, M. 1970. “Strategic Responsibility of Business is to increase profits.” *New York Time Magazine* September 13.
- [11] Gray, R., Kouhy, R., and Lavers, S. 1995. “Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure.” *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 8 (2): 47–77.
- [12] Jensen, M.C., and Meckling, W.H. 1976. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.” *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- [13] Kolk, A., and Fortanier, F. 2013 “Internationalization and environmental disclosure: the role of home and host institutions.” *Multinational Business Review* 21 (1): 87-114.
- [14] Kostova, T., and Zaheer, S. 1999. “Organizational legitimacy under conditions of complexity: the case of the multinational enterprise.” *Academy of Management Review* 24 (1): 64-81.
- [15] Levy, D. 1995. “The environmental practices and performance of transnational corporations.” *Transnational Corporations* 4 (1): 44-68.
- [16] Meek, G.K., Roberts, C.B., and Gray, S.J. 1995. “Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations.” *Journal of International Business Studies* 26 (3): 555-572.
- [17] Meyer, J. W., and Rowan, B. 1977. “Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony.” *American Journal of Sociology* 83 (2): 340–363.
- [18] Mohamed A. Omran, and Ahmed M. El-Galfy. 2014. “Theoretical perspectives on corporate disclosure: a critical evaluation and literature survey.” *Asian Review of Accounting* 22 (3): 257-286.
- [19] Muhammad Akram Naseem, Salman Riaz, Ramiz Ur Rehman, Amir Ikram, and Fizzah Malik. 2017. “Impact Of Board Characteristics On Corporate Social Responsibility Disclosure.” *The Journal of Applied Business Research* 33 (4): 801-810.
- [20] Rüdiger Hahn, Daniel Reimsbach, and Frank Schiemann. 2015. “Organizations, climate change, and transparency: Reviewing the literature on carbon disclosure.” *Organization & Environment* 28 (1): 80-102.
- [21] Stanny, E., and Ely, K. 2008. “Corporate environmental disclosures about the effects of climate change.” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 15 (6): 338–348.

- [22]Stanny, E. 2012. "Voluntary Disclosures of Emissions by US Firms." *Business Strategy and the Environment* 22 (3): 145-158.
- [23]Suchman, M. C. 1995. "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches." *The Academy of Management Review* 20 (3): 571–610.
- [24]Valentina Lagasio, and Nicola Cucari. 2019. "Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 26 (4): 701-711.
- [25]Walid Ben-Amar, Millicent M Chang, and Philip McIlkenny. 2017. "Board Gender Diversity and Corporate Response to Sustainability Initiatives: Evidence from the Carbon Disclosure Project." *Journal of Business Ethics* 142 (2): 369-383.
- [26]Watts, R., and Zimmerman, J. 1978. "Towards a positive theory of the determination of accounting standards." *Accounting Review* 1: 112-134.
- [27]Xianbing Liu., and V. Anbumozhi. 2008. "Determinant factors of corporate environmental information disclosure: an empirical study of Chinese listed companies." *Journal of Cleaner Production* 17: 593-600.

第14回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 優秀賞
「日本企業の決算説明会動画に関する
実態調査
—決算説明会動画開示に対する改善
提言—」

獨協大学経済学部松本ゼミナール3年
金子 竜弥、西中 恵音、保田 遥華、
清水 優志、羽鳥 怜、佐野 綾音、
大澤 悠之介



1. はじめに

本論文の目的は、日本企業によるIR（投資家向け広報活動）の1つである、決算説明会動画の開示状況について調査し、決算説明会動画をホームページ上で開示（配信）している企業の特徴を分析することで、日本企業の決算説明会動画の効果的な開示方法およびその開示内容を模索することにある¹。

一般的には、決算説明会はアナリストや機関投資家といったプロの投資家向けに開催されているものである。そのため決算説明会に「参加できない個人投資家などは経営者の発言のニュアンスなどをとらえられず、情報格差が生まれやすい」と指摘されてきたが、投資家向けの情報格差を小さくすることを求める「フェア・ディスクロージャー・ルール」の観点から、決算説明会の動画や音声インターネット上に公開している企業は近年増加しているように思われる（日本経済新聞、2018年8月15日）。このような状況を踏まえて、本論文で決算説明会動画について調査・分析する理由は次の3点である。

1点目は、現時点において相当数の決算説明会動画が日本企業のホームページなどで開示されているにもかかわらず、私たちが調べた限り、その実態が明らかにされていないように感じられたからである。実際、決算説明会動画に関する学術的

な研究はほぼなく、本論文と関連が深い研究は決算説明会開催の決定要因について分析している加藤・水谷（2017）しか見当たらなかった。この意味で本論文は日本企業の決算説明会動画の実態に迫った初めての研究と言える。また、IRの手段の1つとして、決算説明会が日本ではポピュラーとなっているが、米国ではカンファレンスコール（Conference Call）が投資家間の情報の非対称を緩和させる情報開示手段として定着していることが指摘できる（加藤・水谷（2017））。なお、企業のカンファレンスコール（電話会議）というのは、経営者が様々な市場参加者に対して、業績に関するプレゼンテーションを行い、アナリストなどからの質問に答える大規模な電話会議のことである（Frankel et al.（1999））。米国ではこの点についてかなりの研究蓄積がある（例えばPrice et al.（2015）やGow et al.（2021））。しかし、日本の決算説明会（動画）においても質疑応答のパートがある企業も相当数存在しているものの、そうした点については学術的に取り上げられてこなかったため、大きなリサーチギャップがあると考えている。本論文はそのリサーチギャップを埋める意義がある。本論文は決算説明会での質疑応答の質問回数やプレゼン人数の決定要因についても分析しており、こうした分析は初めての研究と考えられる。

¹ 本論文は「決算説明会動画」に焦点を当てているが、それは「決算説明会」そのものでもあり同時に、動画にすることでその場に居合わせなかった視聴者（投資家など）がどのように感じるのかという側面も併せ持っているため、「決算説明会動画」という表現を重視している。動画にすることで多くの投資家に対して登場人物（社長など）の一举手一投足が映し出される。一般の投資家の大部分は決算説明会に参加できないことを考えると、動画でしかその内容を垣間見ることができないので、動画から得られる情報を調査・分析する意義は大きいと考えている。

2点目は、日本版スチュワードシップ・コードの観点から、決算説明会動画の重要性（存在）が今後も一層大きくなると考えたからである²。近年、決算説明会で使用される資料については、「業界特有の指標を含めた分析に役立つのは、各社が決算短信とは別に作成する「決算説明資料」³であり、「情報量が多いが、パワーポイントなどでプレゼン資料として作られているため、むしろ決算短信よりも読みやすいことが多い⁴」⁴と言われている。こうした情報を動画として開示・説明するのが決算説明会動画であるが、決算説明会はスチュワードシップ・コードでいう「建設的な目的を持った対話」を続けていく上で極めて重要な機会となると考えられる。本論文は決算説明会における日本企業と機関投資家間の質疑応答（特に質問内容）に関する調査・分析を行っている。このような調査・分析を通じて、我が国のスチュワードシップ・コードの浸透に多少なりとも貢献できるのではないかと考えている。

3点目は、現在のコロナ禍が落ち着いても当面はオンライン説明会の需要は続くと思われるため、決算説明会動画の開示状況・特徴を調査・分析することが日本企業のIR活動に貢献すると考えたからである。新聞報道によると（日本経済新聞、2022年6月10日）、コロナ禍やウクライナ情勢において、事業活動に及ぼすリスクの説明は海外と比べて少なく、投資判断に影響のある情報をいち早く開示する「適時開示」で日本企業の消極的な姿勢が目立っているという。本論文での決算説明会動画に対する改善提言が少しでもこの姿勢を改

善することに繋がればと考えている。

本論文の構成は以下の通りである。第2節は、日本企業の決算説明会と米国企業のカンファレンスコールに関する先行研究を確認し、決算説明についてどのような学術的な知見があるのかを説明する。第3節は分析方法について説明する。具体的には、どのようにして日本企業の決算説明会動画に関する情報を収集したのかについて説明する。第4節は分析結果について説明する。最後に、第5節は分析結果のまとめと決算説明会動画に対する改善提言を行う。

2. 決算説明会とカンファレンスコールに関する先行研究

2. 1. 加藤・水谷（2017）の研究

私たちが調べた限り、日本企業の決算説明会開催の決定要因を分析している唯一の研究が加藤・水谷（2017）であり、本論文と最も類似した研究であると考えられる。加藤・水谷（2017）は、決算短信の記載項目として「決算説明会の有無」が加わった2011年3月期から2016年12月期までの東京証券取引所第一部上場企業を対象に、機関投資家の存在が決算説明会開催に及ぼす影響を分析している。加藤・水谷（2017）によると、2016年度時点では81.6%が決算説明会を開催している。ただし、大部分の企業が決算説明会を開催しているわけであるが、このうちどのくらいの企業が決算説明会動画を開示しているのかはこの研究からは不明である。

² 金融庁HP (<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529.html>) では次のように定義されている。スチュワードシップ・コードとは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」としてスチュワードシップ責任を果たすにあたって有用と考えられる諸原則を定めたものである。なお、スチュワードシップ責任とは、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任のことである。

³ 『日経TRENDY』、2017/11号、100ページ。

⁴ 『日経TRENDY』、2017/11号、100ページ。

また、加藤・水谷（2017）は、機関投資家がスチュワードシップ・コードの観点から投資先企業に関与する必要性があることから、機関投資家の存在と決算説明会の関係を分析している。加藤・水谷（2017）は、回帰分析によって、(1)機関投資家持株比率（外国人株式保有比率+信託勘定株式保有比率+生保特別株式保有比率）が高い企業ほど、決算説明会の開催率が有意に高い、(2)機関投資家持株比率が増加すると、新たに決算説明会を開始する確率が有意に高い、(3)支配会社（親会社など）持株比率が高い企業ほど、決算説明会の開催率が有意に低い、ことを明らかにしている。加藤・水谷（2017）は、決算説明会のようなオープンな場での情報開示を求める主体（機関投資家など）が株主として強い力を持つとき、企業は決算説明会を開催する一方で、オープンな場での情報開示を必要としない主体（支配会社）が株主として強い力を持つとき、企業は決算説明会を開催しないと主張している。これは機関投資家などのプロの投資家が投資先企業から情報を引き出すために決算説明会に少なからず影響を及ぼしていることを示唆していると思われるが、決算説明会動画の開示の意思決定に及ぼす影響はまだ明らかにされていない。本論文はこの点を明らかにする。

2. 2. Price et al. (2015) の研究

米国のカンファレンスコールに関する研究の蓄積は多いが、私たちが調べた中で最も本論文の分析と近い研究がPrice et al. (2015) である。Price et al. (2015) は、2004年から2007年度までの米国のREIT（延べ1,253社）を対象に、コーポレート・ガバナンスとカンファレンスコールの頻度（開催率）および長さ（開催時間：使用単語数）の関係を分析している。具体的には、被説明変数はカンファレンスコール（電話会議）の開催の有無、説明変数は取締役会構成（社外取締役比率、取締役会の人数）および機関投資家の持株比率としたプロビット回帰分析を行っている。この分析の結果、社外取締役比率が高く、機関投資家持株比率が高いほど、カンファレンスコールの開催確率が有意に高いことが明らかにされている。この結果は、コーポレート・ガバナンスが厳格な企業ほど、カンファレンスコールを通じた情報開示を行っていることを示している。また、企業規模が大きいほどカンファレンスコールの開催確率が有意に高いことも明らかにしているが、取締役

会の人数は有意な影響を及ぼしていなかった。

次に、被説明変数はカンファレンスコールの開催時間（会議時間）、説明変数は取締役会構成および機関投資家の持株比率とした回帰分析を行っている。分析の結果、取締役会の人数が多く、機関投資家持株比率が高いほど、カンファレンスコールの開催時間が長くなることが明らかにされている。特に、カンファレンスコールの開催率・開催時間に機関投資家の持株比率が大きな影響を及ぼしていると考えられるが、機関投資家は運用成績が悪いと受益者から責められることになるため、もし投資家から訴えられた場合に、機関投資家が自らを守るためにカンファレンスコールを利用しようとしている思惑を反映しているのかもしれない（Price et al. (2015)）。

3. 分析方法

本論文では、日本企業の決算説明会動画の実態を明らかにして、先行研究を踏まえて、どういった特性を持つ企業が決算説明会動画を開示しているのかを明らかにする。まず、調査の対象であるが、本論文ではTOPIX1000（2020年10月30日現在）の構成企業を対象にしている。基本的に直近の通期の決算期を対象としている（四半期決算は対象としていない）。調査時点は2022年の3月以降であったため、大部分は2020年度の決算期のものである（3月決算の企業であれば2021年3月期）。この1,000社を7人で均等に分担して（1人あたり140社程度）、当該企業のホームページにおけるIR（決算関連）のページで決算説明会動画の有無を確認し、あわせて決算説明会での質疑応答（アナリスト等による質問・経営者等からの回答）に関する資料（pdfファイル）を全て収集した。

私たちが収集したデータは、単に決算動画開示企業と決算動画非開示企業を特定するだけでなく、動画時間（再生時間）、英語版の決算動画開示の有無、英語版決算開示資料の有無、動画内での登場人物人数、質疑応答の有無、質疑応答での質問個数などの情報を捕捉することができる。質疑応答に関しては、当該企業のホームページ上にアップロードされているpdfファイルをダウンロードし、その内容を利用して、企業ごとにどういった質疑応答を行っていたのかについてデータベースを構築した。

表1 日本企業の決算動画の実態

パネルA					
	企業数	割合			
決算動画がある企業（期限切れ含む）	281	28.1%			
決算動画がない企業	652	65.2%			
音声のみHPにアップロードされている企業	67	6.7%			
パネルB					
	企業数	平均値	標準偏差	最大値	最小値
動画時間（単位：分）	206	38.07	17.59	105	11
登場人物人数（人）	206	1.91	1.7	20	1
目次がある企業	206	0.708	0.45	1	0
決算動画が限定公開である企業	206	0.029	0.16	1	0
決算報告が前半である企業数	206	0.97	0.16	1	0
英語版の決算動画がある企業数	206	0.16	0.36	1	0
英語版の決算資料がある企業数	206	0.495	0.501	1	0
社長（CEO）がプレゼンしている企業	206	0.94	1.7	1	0
カメラのアンクルが正面である企業	206	0.907	0.29	1	0
自社製品・サービスの宣伝をしていた企業	206	0.538	0.499	1	0
業績予想の説明をしている企業	206	0.946	0.22	1	0
パネルC					
質疑応答がある企業	206	0.504	0.501	1	0
質疑応答の内容をPDFファイルで開示している企業	104	0.711	0.451	1	0
質問の個数	206	10.228	6.51	57	3

（出所）筆者作成。

4. 分析結果

4. 1. 決算動画の実態調査

表1は、私たちが調査した日本企業の決算動画の特徴をまとめている。まず表1のパネルAは、調査対象のうち何社が決算説明会動画を開示していたのかを示している。決算説明会動画を開示していたのは281社であった（28.1%）。この281社の中には期限切れで動画そのものを見ることはできなかったが、以前に開示していたことが確認できた企業も含まれている⁵。決算説明会動画を全く開示していなかった企業は652社（65.2%）、決算説明会の音声データのみをホームページに開示していた企業が67社（6.7%）あった。この調査結果から、音声のみも含めると、実際の決算説明会の情

報を開示していた企業はおよそ35%程度あったことが分かる。

表1のパネルBは、当該企業の決算説明会動画を始めから最後まで視聴することができた企業（206社）の動画内容についてである。まず動画再生時間は平均で38.07分、最大で105分、最小で11分であった。時間が長いものではおよそ2時間近くある一方で、時間が短いものは10分程度であった。そして、決算説明会の登場人物（プレゼン人数）は平均で1.91人、最大で20人、最小で1人であった。大部分のケースでは社長（経営者）が代表してプレゼンするというものであったが、中には項目ごとにプレゼンをする人が頻繁に入れ替わり、20人登場する企業もあった。

⁵ 私たちの調査によると、公開後（開示後）、3ヶ月程度で期限が切れているケースが多かった。おそらく四半期決算ごとに動画が作成され、その都度古い動画が削除されているような状況だと解釈している。

決算説明会のプレゼンにあたって、目次を示したうえでプレゼンテーションを行っていた企業は70.8%、決算説明会動画が限定公開とされていたのが2.9%、決算報告が動画再生時間の前半部分に行われていたのが97%（例えば30分の動画時間の企業であれば最初の15分を前半、残りを後半というように区分しているであった。英語版の決算説明会動画がある企業が1.6%、英語版の決算資料があった企業は49.5%であった。社長が単独でプレゼンテーションを行っていたのは94%、プレゼンテーションの撮影方法について、カメラのアングルが正面からであったのが90.7%であった。そして、決算説明会の中で自社の製品・サービスを宣伝していた企業は53.8%、業績予想の説明をしているのが94.6%であった。

表1のパネルCは、決算説明会動画を視聴した企業の中で行われていた質疑応答に関する調査結果である（決算説明会動画を視聴することはできなかったが、開示資料などで質疑応答が行われていたことが分かる企業も存在した）。決算説明会動画を視聴した企業の中で質疑応答をしていた企業は50.4%であり、ほぼ半数の企業が質疑応答を行っていることが分かる。そして質疑応答をしている企業の中で（104社）、その質疑応答内容の情報を開示しているのは71.1%であった。決算説明会の質疑応答での質問の個数は平均で10.228個であり、最大で57個、最小で3個であった。

4. 2. 決算説明会での質問内容

次に、決算説明会における質疑応答ではどのような質問が投げかけられているのかを、企業がホームページ上で開示している資料（質疑応答内容）から迫ってみたい。日本企業の決算説明会における質疑応答では、どのような質問が出ているのだろうか？この点については、私たちは学術的な研究（先行研究）を見つけないことができなかったため、日本企業の決算説明会においてどのような質疑応答が行われているかという情報を把握することは、一般の投資家や日本企業にとっても意味のある情報だと考え、基礎的なテキストマイニ

ング分析を行う。なお、テキストマイニングとは自由記述のアンケートなどによる文書形式のデータを分析する手法であり、本論文では企業のホームページ（IR）ページにアップロードされている決算説明会での質疑応答文章を利用した分析を行う。具体的には、質疑応答でどのような質問が出ているのかを把握するために、テキスト型（文章型）データを分析するためのフリーソフトウェアであるKH Coder (<https://kncoder.net/>)を利用して、質問内容の傾向を分析する⁶。本論文では、決算説明会での質疑応答（内容）をpdfファイルでホームページ上に開示している企業（質疑応答文書）を対象にして、決算説明会での質疑応答内容を視覚的に把握するために、共起ネットワークを作成した。共起ネットワークはそれぞれの用語同士の繋がり（強さ）を表すものである。「頻出語を並べて示すだけでなく、出現パターンが互いに似通っていたのはどんな語かということ、すなわち同じ文章中に共起することが多かったのはどんな語か」を示しており（樋口（2020）、37ページ）、「出現パターンが似通った語のグループが見つければ、そこから、データ中にどのようなテーマないしはトピックがあったのかを読み取れる」というメリットがある（（樋口（2020）、37ページ））。例えば、「利益」という用語と「計画」という用語と「目標」という用語が繋がり（強い（深い）用語だとすると、決算説明会で今後の利益計画や利益の目標金額がどうなるのかを質問していると判断できる。なお、用語と用語を結ぶ直線はその繋がり（強さ）を表しており、円の大きさは頻度（回数）の高さ（多さ）を表している。

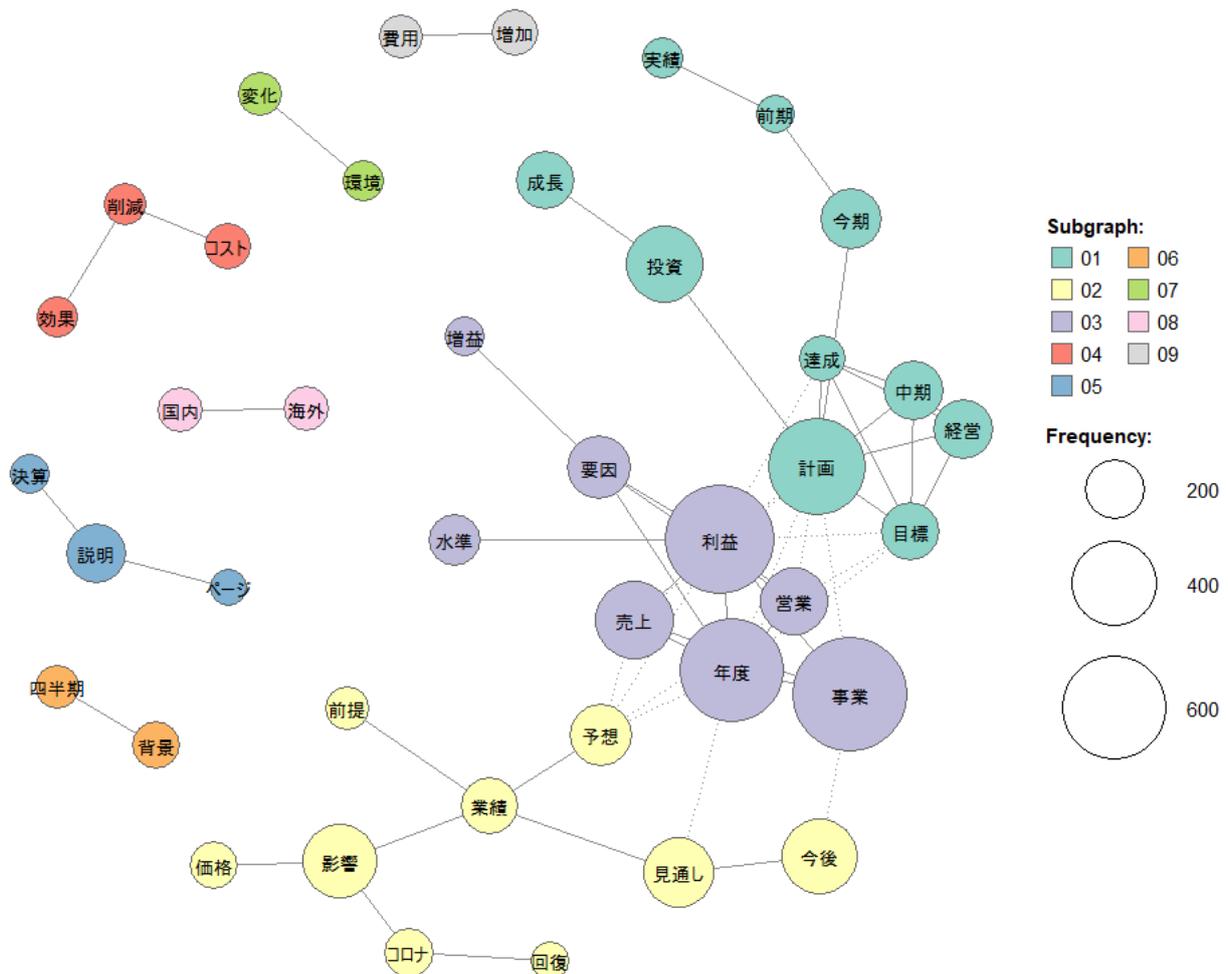
図1は決算説明会における質問内容についての共起ネットワーク図である。この図を見ると、図1の右側上段・中段・下段に用語が集中しており、大きく質問内容は3つに大別できるように思われる。それは、①中期経営計画に関するもの、②売上や利益の変動要因に関するもの、③コロナの影響を踏まえた今後の業績見通しに関するもの、である。

⁶ KH Coderは立命館大学産業社会学部の樋口耕一教授が作成したものである。

①について、図1の上段には「計画・目標・中期・経営・達成・投資・成長・今期・前期・実績」という用語が集中している。特に「計画」という用語の頻度が大きく、現在進行している中期経営計画の進捗に関する質問が多いことが推測できる。②について、図1の中段には「利益・売上・営業・年度・事業・要因・増益・水準」という用語が集中している。特に頻度の高い「利益」と「年度」を挟んで「売上」と「営業」という用語が中心に集まっている。このことから、売上高や営業利益などの今後の業績見通しに関する質問が多いことが推測できる。最後に、③については、図1の下段には「業績・見通し・今後・影響・予想・コロナ・回復・価格・前提」という用語が集中している。これらの用語の配置から、コロナウィルス感染症の影響を踏まえた業績見通しに関する質問が多いことが推測できる。

このように大きく3つの質問が決算説明会で頻出していると思われるが、こうした質問に関しては、米国企業を対象とした先行研究では次のようなものがあつた。私たちが調べた中で、カンファレンスコールに関する米国の先行研究では、機関投資家やアナリストがカンファレンスコールで質問したとしても、経営者が「We do not disclose those numbers」、「I can't give you any specific」、「I don't know」と回答を拒むことがあること、そして回答されない質問は、数字・金額・場所・日付・時間などより具体的な情報についてであることが発見されている（Gow et al. (2021)）。今回の私たちの調査ではこうした点について定量的な調査を行うことができなかったが、多くの決算説明会動画を視聴した私たちからすると、たしかに質問に対して回答を拒むシーンも散見された。

図1 質問内容における共起ネットワーク



(出所) KH Coder (<https://khcoder.net/>) を利用して作成している。

4. 3. 企業特性と決算動画開示

どのような企業特性を有する企業が決算動画をホームページ上で開示している傾向があるのかを分析する。具体的には、本論文では、①決算説明会動画を開示しているのはどのような企業か？、②決算動画の時間の長さ（決算説明会の長さ）に影響を及ぼしているのはどのような要因か？、③英語版の決算説明会動画を開示しているのはどのような企業か？、というリサーチクエスチョンを設定して回帰分析を行った。回帰分析を行う上で、日本企業の決算説明会開催の決定要因を分析している加藤・水谷（2017）と米国企業のカンファレンスコール開催とコーポレート・ガバナンスの関係性を分析しているPrice et al.（2015）を参考にして回帰分析に用いる変数を設定した。具体的には、機関投資家持株比率（Instown：機関投資家持株数/発行済株式数）、外国人投資家持株比率（Foreignown：外国人投資家持株数/発行済株式数）、取締役会人数（Boardsize）、社外取締役比率（Outsidedir：社外取締役/取締役人数）、女性役員比率（Femaleyakuin：女性役員/役員総数）、ROE（ROE：当期純利益/純資産）、負債比率（Lever：負債/総資産）、売上高研究開発費比率（R&D：研究開発費/売上高）、業種ダミー（Industry dummy：製造業であれば1、そうでなければ0となるダミー変数）である⁷。本論文では、機関投資家の持株数は、加藤・水谷（2017）を参考に外国人投資家持株数・年金基金持株数・投資信託持株数の合計とした。これらの変数は先行研究（加藤・水谷（2017）やPrice et al.（2015））と同様の意図で使用している。機関投資家の持株比率は当該企業に対する機関投資家の影響度の強さを表している。取締役会規模が小さく、社外取締役比率が高く、女性役員比率が高い企業ほどコーポレート・ガバナンス構造が厳格であることを表している。なお、本論文の分析に必要なデータは全てQuick Astra Managerから入手している。また、決算説明会動画と同じ決算

期（同期間）のデータを利用している（分析に必要なデータを取得できなかった企業については分析で除外しているためサンプルサイズが変動している）。

回帰分析の結果は表2である。まずは①決算説明会動画を開示しているのはどのような企業かについてである。被説明変数は決算説明会動画開示ダミー（決算説明会動画を開示していれば1、そうでなければ0となるダミー変数）である。モデル(1)をみると、取締役会規模が大きく（5%水準で有意）、社外取締役比率が高く（10%水準で有意）、女性役員比率が高い（5%水準で有意）企業ほど、決算説明会動画をホームページ上で公開している傾向があることが分かった。この結果はPrice et al.（2015）と類似している。近年では女性役員もコーポレート・ガバナンスの役割を期待されていることから、決算説明会動画を開示している企業のコーポレート・ガバナンスは厳格であると言えるだろう。

次は②決算説明会動画の時間の長さ（決算説明会の長さ）に影響を及ぼしているのはどのような要因かについてである。被説明変数は決算説明会動画の再生時間数である（決算説明会動画を開示していた企業と音声のみのデータを開示していた企業の再生時間を対象としている）⁸。モデル(2)をみると、機関投資家持株比率が高く（10%水準で有意）、社外取締役比率が高く（5%水準で有意）、女性役員比率が高く（1%水準で有意）、売上高研究開発費比率が高い（1%水準で有意）企業ほど決算説明会（動画）が長くなる傾向があることが分かった。この結果もPrice et al.（2015）と類似しているように見える。コーポレート・ガバナンスの厳格さに加えて、機関投資家の持株比率については、運用を委託されている立場にある機関投資家としての責務のために、機関投資家が決算説明会に積極的に関与していることを表しているように思われる。

⁷ Jaggi et al.（2018）は、高汚染産業（highly polluting industries）に属する企業を対象にして、自発的な炭素情報開示の意思決定（managerial carbon disclosure decisions）について分析している。そこでは機関投資家の持株比率や取締役会の独立性が重要な決定要因であることを報告している。

⁸ モデル(2)は決算説明会動画の長さ（再生時間）だけでなく、音声のみではあるが決算説明会の音声データを開示していた企業の長さ（再生時間）の両方を対象とした分析結果である。

表2 決算説明会動画開示の決定要因

被説明変数	決算動画開示ダミー	決算動画時間	英語版決算動画開示ダミー	英語版決算動画開示ダミー
モデル	(1)	(2)	(3)	(4)
推定方法	Logit	Tobit	Logit	Logit
Instown	0.157 (0.31)	14.163 (1.84)	* 2.358 (1.76)	* 4.438 (2.83)
Foreignown				***
Boardsize	0.060 (1.98)	** 0.622 (1.26)	0.184 (2.28)	** 0.186 (2.24)
Outsidedir	1.283 (1.79)	* 26.394 (2.39)	** 3.110 (1.81)	* 2.606 (1.46)
Femaleyakuin	2.391 (2.19)	** 49.794 (2.70)	*** 6.908 (2.32)	** 7.110 (2.32)
ROE	0.447 (0.84)	-0.863 (-0.12)	-0.658 (-0.57)	-0.952 (0.79)
Lever	0.540 (1.20)	9.612 (1.32)	1.888 (1.28)	1.960 (1.26)
R&D	4.097 (1.70)	* 97.098 (2.86)	*** -4.413 (-0.91)	-4.724 (-0.90)
Industry dummy	-0.309 (-1.64)	-3.594 (-1.24)	-0.114 (-0.22)	-0.127 (-0.23)
Constant	-2.576 (-5.15)	*** 4.913 (0.64)	-7.770 (-5.21)	-7.975 (-5.28)
サンプルサイズ	811	214	220	220
Pseudo R-squared	0.022	0.018	0.141	0.165

(出所) 筆者作成。***: 1%水準で有意、**: 5%水準で有意、*: 10%水準で有意。

最後は、③英語版の決算説明会動画を開示しているのはどのような企業かについてである。被説明変数は英語版決算説明動画開示ダミー（英語版の決算説明会動画を開示していれば1、そうでなければ0となるダミー変数）である（決算動画を開示している企業を対象としている）。ここでは英語版の決算説明会動画の開示を対象としているため、機関投資家持株比率だけでなく、外国人投資家持株比率のみのケースも分析を行った。モデル(3)をみると、機関投資家持株比率が高く（10%水準で有意）、取締役会規模が大きく（5%水準で有意）、社外取締役比率（10%水準で有意）、女性役員比率が高い（5%水準で有意）企業ほど英語版の決算説明会動画が開示されている傾向があることが分かった。また、機関投資家持株比率の代わりに外国人投資家持株比率を使用したモデル(4)では、外国人投資家持株比率は1%水準で有意に正であった。特に外国人投資家の持株比率の影響が大きいため、日本企業は海外の機関投資家（外国人投資家）を強く意識していることを表していると言えるだろう。

4. 4. 追加的な分析

今回の私たちの調査では、すでに指摘したように、決算説明会動画を開示している企業の中でも、

質疑応答が行われていた（質疑応答に関する情報が開示されていた）企業もいれば、そうではない企業も確認することができた。また質疑応答をしていて、その情報をpdfファイルで開示している企業もいれば、動画の中では質疑応答をしていたが、その情報をpdfファイルなどで開示していない企業も確認することができた。さらに、今回は決算説明会に登場した人数（プレゼンをした人数）についてもデータを収集した。

本論文では追加的に、①どういう企業が質疑応答をしているのか？、②質疑応答での質問個数はどういう企業で多いのか（少ないのか）？、③決算説明会で登場するプレゼン人数はどういう企業で多いのか（少ないのか）？というリサーチクエスチョンを設定して回帰分析を行った。回帰分析の結果は表3である。

まずは、①どういう企業が質疑応答をしているのかについてである。被説明変数は質疑応答ダミー（決算説明会動画を開示し、その中で質疑応答をしていれば1、そうでなければ0となるダミー変数）である（決算説明会動画を開示している企業を対象としている）。モデル(1)をみると、社外取締役比率が高く（5%水準で有意）、女性役員比率が高い（10%水準で有意）企業ほど質疑応答が行われている傾向があることが分かる。この結

果についても、コーポレート・ガバナンスが厳格な企業ほど質疑応答が活発に行われているように思われる。

次は、②質疑応答での質問個数はどのような企業で多いのか（少ないのか）についてである。モデル(2)をみると、ROEが高く（1%水準で有意）、売上高研究開発費比率が高い（5%水準で有意）企業ほど質問個数が多くなる傾向があることが分かる。この結果は収益性が高く、研究開発型の企業ほど質問が増えることを表しており、とりわけ新製品の製造・販売に関する質問が多いのではないかと

思われる。

最後に、③決算説明会で登場するプレゼン人数はどういう企業で多いのか（少ないのか）？についてである。モデル(3)とモデル(4)は、機関投資家持株比率と外国人投資家持株比率の変数が異なるだけである。モデル(4)をみると、外国人投資家持株比率が有意に正である（5%水準で有意）。日本企業は外国人投資家のプレッシャーが大きいほどプレゼン人数を増やして自社の正当性をプレゼンしようとしているのかもしれない。

表3 質疑応答に関する分析

被説明変数	質疑応答ダミー	質問個数	プレゼン人数	プレゼン人数
モデル	(1)	(2)	(3)	(4)
推定方法	Logit	Tobit	Logit	Logit
Instown	0.336 (0.36)	-4.396 (-1.17)	1.364 (1.58)	
Foreignown				2.287 (2.17) **
Boardsize	0.002 (0.04)	-0.108 (-0.47)	-0.074 (-1.36)	-0.077 (-1.42)
Outsidedir	3.057 (2.30)	** -3.195 (-0.61)	-0.182 (-0.14)	-0.549 (-0.43)
Femaleyakuin	3.462 (1.75)	* -4.477 (-0.58)	0.154 (0.08)	0.129 (0.06)
ROE	1.540 (1.49)	10.323 (2.90)	*** -1.029 (-1.29)	-1.124 (-1.41)
Lever	1.267 (1.52)	-0.899 (-0.25)	1.625 (1.99)	** 1.679 (2.08) **
R&D	-1.950 (-0.49)	34.590 (2.42)	** 3.451 (0.83)	3.633 (0.88)
Industry dummy	0.742 (2.27)	** -1.607 (-1.16)	-0.468 (-1.42)	-0.471 (-1.45)
Constant	-2.889 (-2.98)	*** 14.794 (3.74)	*** 1.708 (1.94)	* 1.767 (2.02) **
サンプルサイズ	235	121	220	220
Pseudo R-squared	0.0621	0.020	0.141	0.141

(出所) 筆者作成。***：1%水準で有意、**：5%水準で有意、*：10%水準で有意。

5. 分析結果のまとめと改善提言

本論文の目的は、日本企業による決算説明会動画の開示状況について調査し、決算説明会動画をホームページ上で開示している企業の特性を分析することで、日本企業の決算説明会動画の効果的な開示方法およびその開示内容を模索することにあった。ここでは本論文の調査・分析結果を踏まえて、日本企業の決算説明会動画に対して、大きく5点の改善提言を行いたい。

① 決算説明会動画開示企業は少ない

私たちの調査では、決算説明会動画を開示している企業は28.1%であった（1,000社中281社）。この数字は少ないと考える。特に個人投資家は決算説明会動画しか決算説明会の様子（社長の発言など）を知る手段はないと思われる。また、決算説明会動画を開示している企業、決算動画再生時間が長い企業、質疑応答情報をホームページで開示している企業は、本論文の分析結果からすると、

概してコーポレート・ガバナンスが厳格な企業が多かったように思われる。決算説明会動画を開示することで企業に対するポジティブな見方が強まるとすれば利用すべきではないだろうか。可能であれば、今回の私たちの調査を踏まえた決算説明会動画の開示を期待する。

② 決算説明会動画は3ヶ月程度で期限切れとなる

私たちの調査では決算説明会動画は3ヶ月程度で期限切れとなり、視聴することができなくなることが分かった。ホームページ上に開示し続けることには物理的な問題等もあるだろうが、6ヶ月（半年）程度に延長できないだろうか。例えば、以前にどのような説明が行われていたのか、といったことを時間が経ってから確認することで投資判断に活かすこともできるように思われる。投資家にとっても企業評価にあたって有益だと思われる。

また、多くの企業で決算説明会動画内容の目次が示されていたが（およそ70%）、動画の場合、自分が視聴したい（知りたい）情報にすぐにアクセスできるメリットがある。このメリットを活かすには目次は必要不可欠だと考える。目次を設けて投資家の立場に立った情報開示をすべきだと考える。

③ 決算動画再生時間はやや長い

日本企業の決算説明会動画の再生時間は平均でおよそ38分であった。再生時間が長い企業では2時間近くある企業も確認できたが、私たちの感覚では平均程度のおよそ40分程度にまとめるべきだと考える。私たちの調べでは、日本企業の中には決算説明会動画のダイジェスト版をTwitterで開示している企業も確認できた。視聴者の観点から、より短くして決算説明会の情報を開示すると良いと考える。また、近年のテレビなどでは必ずといっていいほど「字幕」が多用される。決算説明会動画の視聴者が高齢であったり（耳が遠くても視覚的に把握できる）、20歳代の若者である場合は「字幕」を用いる効能は大きいように感じる（若者は字幕が当然の中で育ってきた世代であるため）。

④ 決算説明会のプレゼンターは社長が最も多い

大部分の企業では社長が1人でプレゼンテーションを行っていた。ただ、私たちの感覚的なものであるが、社長自身がきちんと理解して話して

いるか、社長がなるべく短時間に決算説明をまとめようとしているのか、視聴者にどういう風に見られたいのか、疑問に思うこともあった。投資家はこうした社長の言動・振る舞いで企業を評価するとすれば、どのような姿勢で決算説明会に臨んでいるのかは今後の企業に対する評価に影響するかもしれない。真摯な態度で視聴者からの印象についても注意を払うべきだと感じた。

また、回帰分析の結果から、決算説明会動画の有無、決算説明会動画再生時間、質疑応答の有無に対して女性役員比率が有意に正の影響を及ぼしていたことが指摘できる。つまり、女性役員が存在する企業ほど決算説明会動画開示に対して積極的であったと言える。すでに指摘したように、大部分の企業では社長が登場するだけである。私たちが動画を視聴していても「女性」が登場することはかなり少なかったと感じた。女性役員を何らかの形で決算説明会動画に登場させることで柔らかい印象を与えることができるのではないかと感じたため、女性役員の登場が増えることを期待したい。

⑤ 質疑応答での無回答は避ける

米国のカンファレンスコールに関する先行研究では、機関投資家やアナリストがカンファレンスコールで質問したとしても、経営者が無回答とするケースが多く、特に数字・金額・場所・日付・時間などより具体的な情報について無回答になることが多いと指摘されている（Gow et al. (2021)）。私たちの調査の中でも、社長が質問内容に対して回答できないシーンを見ていて、単純に印象が悪くなかった。今回の私たちの調査で明らかとなったように、質疑応答の質問内容はある程度予想ができる。例えば、中期経営計画や目標達成できなかった要因、なぜ予想と異なっているのか、コストの削減方法、業績見通しなど、無回答にならないような工夫をもっとすべきではないだろうか。本論文の分析でも、決算説明会動画再生時間・英語版決算説明会動画開示・決算説明会でのプレゼン人数に対して、機関投資家持株比率や外国人投資家持株比率が影響を及ぼしていることが分かっている。それらは企業の株価動向に強い影響を持つ存在であるので、機関投資家を強く意識した質疑応答を期待したい。

最後に、本論文の限界・課題について述べる。

今回の調査・分析ではTOPIX1000構成企業を対象とした。これら企業はいわゆる大企業が多いため、小規模な企業では実態がまた異なるかもしれない。2022年4月から東京証券取引所の上場企業はプライム・スタンダード・グロースという3市場が誕生したこともあるため、今後はこのような新区分で分析することも必要だろう。また、決算説明会での質疑応答については、「質問内容」にのみ取り上げて、どういった回答を行ったかまでは分析できなかった。どのくらい質疑応答における無回答があったのかについてもデータを収集できなかった。また、本論文では質疑応答の内容が株価にどのような影響を与えているのかを分析していないが、この点は今後の課題である。現在では決算説明会の動画を利用して、企業が重視するキーワードを解析するような企業もいるそうである（日本経済新聞、2021年7月8日）。本論文は単年度の調査・分析を行ったのに過ぎない。社会の状況が変わればまた決算説明会動画は変化していくだろうが、まだ決算説明会動画の利用は限定的だと思われるので、今後は戦略的に利用する企業が増えることを期待したい。

参考文献

- Frankel, R, M. Johnson and D.Skinner(1999), "An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium," *Journal of Accounting Research*, vol. 37(1), pp.133-150.
- Gow,I.D., F.L. David, and A.A. Zakolyukina(2021) "Non-Answers During Conference Calls," *Journal of Accounting Research*, vol.59(4), pp.1349-1384.
- Jaggi,B., A.Alessandra, R.Macchioni and C. Zagaria(2018), "The Factors Motivating Voluntary Disclosure of Carbon Information: Evidence Based on Italian Listed Companies," *Organization & Environment*,Vol. 31, No. 2, pp.178-202.
- Price,S., J. Salas and C. Sirmans(2015), "Governance, Conference Calls and CEO Compensation," *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 50(2), pp.181-206.
- 加藤政仁・水谷明博(2017), 「決算説明会と株主構成」, 『国民経済雑誌』, Vol.216(6), pp.71-85.
- 樋口耕一 (2020) , 『社会調査のための計量テキスト分析 第2版』, ナカニシヤ出版.

第14回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作
「日本企業におけるスキルマトリックス
情報開示の現状把握と改善提言」

獨協大学経済学部松本ゼミナール3年
阿部 大星、菅沼 光騎、上田 隼太郎、
大和田 叶夢、戸高 璃玖翔、今井 英喜、
小松 彩葵、藏本 聖哉、一瀬 颯介



1. はじめに

2021年2月、「女性がたくさん入っている会議は時間がかかる」との発言が物議を醸した。これは当時オリンピック組織委員会の森喜朗会長の言葉であるが、元総理大臣ということもあり、「会議への女性の参加制限の示唆」として世界に拡散された（日本経済新聞、2021年2月4日）。森元総理大臣の発言の真意は本人にしか分からないが、これは「（男性よりも）女性は真面目に会議に参加する」や「（男性よりも）女性は間違っていることにはきちんとノーを突きつける」というニュアンスで捉えれば、むしろ女性の存在は会議では必須で、歓迎すべきだと感じられる。例えば、コーポレート・ガバナンスの観点から、企業の役員の構成を考えるうえで、「もっと女性役員を増やすべきだ」とも解釈できるのではないだろうか。実際、このような解釈は、現在の日本企業の取締役会改革の流れにうまく当てはまっているように思われる。上場企業が参照すべきコーポレート・ガバナンスのガイドラインであるコーポレートガバナンス・コードにおいても、女性（ジェンダー）を取締役会のメンバーに加えることは推奨されているからである。ただし、取締役会の多様性はジェンダーだけでなく、国際性・職歴・年齢など多岐にわたっているが、現在はこれらに加えて、取締役の知識・経験・能力、すなわち、取締役のスキルの多様性も求められるようになってきている。

2021年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂では、取締役会の実効性確保の観点から、スキルマトリックスの開示について言及されている。以下は、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードの該当部分（下線部分）で

ある。

【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、職歴、年齢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。

補充原則4-11①

取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキルマトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。

上記の改訂部分からも分かるように、特に上場企業は取締役会や監査役会の多様性を意識しなければならないと言える。補充原則にある役員の特長分野を一覧できる「スキルマトリックス」の開

示については、当該企業の役員の多様性（取締役会の構成）が経営計画と整合しているかを外部から確認できるとされている。上記のようにコーポレートガバナンス・コードで要請されたことを受けて、スキルマトリックス開示企業がこれからさらに増加していくと考えられる¹。

例えば、Upadhyay and Zeng（2014）は、S&P1500に属する企業を対象に、取締役会の多様性（女性取締役・外国人取締役・白人男性取締役）が企業の情報環境（information environment）に与える影響を分析している。ここでは、証券アナリストのフォロー・証券アナリストによる業績予想の誤差・ビッドアスクスプレッド・株式の売買高に基づいて、企業の不透明度を測定し、取締役会の多様性が企業の情報環境の透明度を有意に高めることを明らかにしている。このような研究も近年増えてきていることから、取締役のスキルの多様性はこれから重要な視点となっていくと思われる。

本論文の目的は、株主総会招集通知を利用して日本企業のスキルマトリックス情報開示の現状・特徴を把握した上で、先行研究で指摘されている知見が日本企業でも当てはまるのかを検証し、日本企業によるスキルマトリックス情報開示の改善提言を行うことである。本論文と類似した調査を行っている、遠山・濱崎（2019）が米国企業のスキルマトリックスを調査しているが、その研究では社外取締役を3人以上有する1,180社の株主総会招集通知を対象に、日本企業の取締役のスキル多様性も調査している²。その調査の結果、スキルマ

トリックスが開示されていたのはわずか8社（当時）であったことが報告されているが、同時に日本企業のスキルマトリックス開示状況については十分に調査・分析が行われていないことも指摘できる。本論文では日本企業と米国企業（Adams et al.（2018））を比較することで、日本企業の特徴を把握することを試みる。そして、特に米国企業の取締役のスキルの多様性についての研究を手がかりにして、先行研究で指摘されている知見が日本企業でも当てはまるのかどうかを検証する。

本論文の最大の特徴は、日本企業1,000社（TOPIX1000）を対象にして、日本企業の開示スキル項目数および役員の保有スキル項目数だけでなく、女性役員・外国人役員・社外取締役・社長（筆頭取締役）といった役員の属性別に保有しているスキルは異なるのかという点を調査していることである。加えて、本論文は日本企業の個人（役員）レベルと企業レベルのスキル項目数を調査し、米国企業のそれと比較している。私たちが調べた限り、日本企業を対象としたこのような研究はまだ行われていないように思われるため、本論文の調査・分析は日本企業のスキルマトリックス情報開示を考える上での参考情報になると思われる。

本論文の構成は次の通りである。2章ではスキルマトリックスに関する先行研究を概観し、どのような知見があるのかを説明する。3章では分析方法について説明する。4章では分析結果を報告する。最後に、5章では分析結果のまとめとスキルマトリックス情報開示に対する改善提言を行う。

¹ 新聞報道によると（日本経済新聞、2022年5月2日）、国内の主要企業の300社の調査で、その8割の企業がスキルマトリックスを開示しており、昨年の3倍に達する。

² 遠山・濱崎（2019）は米国企業（ダウ30構成銘柄のうち25社）の取締役のスキル多様性を調査し、米国企業と日本企業の比較を行っている。

2. 先行研究

例えばFerreira (2010) は、取締役会のダイバーシティが進むと、異なった経歴や人生経験を持った人々が集まることで創造性が高まる（新しいアイデアが生まれる）というメリットがある一方で、取締役間の対立を生み出し、対人関係を悪化させ、グループの結束力を低下させ、取締役同士のコミュニケーションを制限するというデメリットもあると述べている。ここでは本論文の分析と類似する先行研究でどのような知見が得られているのかを確認する。

2. 1. Adams et al. (2018) の研究

Adams et al. (2018) はインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ (ISS) のデータベースから得られる2010年から2013年までの米国企業1,031社 (3218企業-年、29、209取締役-年) を利用して、取締役会におけるスキルの多様性 (The diversity of skills on their board) について調査し、以下のような点を指摘している。

まずは、どのようなスキルが開示されているのか？企業レベル・取締役レベルで取締役はどのようなスキルを保有しているのか、いくつのスキルを保有しているのか？という点についてである。Adams et al. (2018) は取締役のスキルを分類するにあたって、頻度の高い次の20のカテゴリーに分類している。すなわち、(1) 財務・会計 (Finance and Accounting)、(2) 会社業務 (Company business)、(3) 経営 (Management)、(4) リーダーシップ (Leadership)、(5) 国際 (International)、(6) 社外役員 (Outside executive)、(7) 戦略立案 (Strategic planning)、(8) ガバナンス (Governance)、(9) 技術 (Technology)、(10) 社外取締役 (Outside board)、(11) マーケティング (Marketing)、(12) 政府・政策 (Government and Policy)、(13) 報酬 (Compensation)、(14) 製造、(15) 学歴 (Academic : 博士号取得者)、(16) 法務 (Legal)、(17) リスクマネジメント (Risk management)、(18) 起業 (Entrepreneurial)、(19) 科学 (Scientific)、(20) サステナビリティ (Sustainability) である。なお、この序列は企業レベルで採用されているスキルのランキングである。例えば、企業レベル (board level) で見

ると、「財務・会計」のスキルのカテゴリーが最も多く、次に「会社業務」、「経営」と続いていることを表している (取締役レベルで見ると「財務・会計」と「経営」のスキルを持っている取締役が同数程度で最も多い)。そこでは、「財務・会計」、「会社業務」、「経営」といったスキルを持つ取締役が多いこと (どの会社もこれらのスキルを持つ取締役が1人は存在しているような状況) が指摘されている。

Adams et al. (2018) はまた、大部分の取締役は重要なスキルを3つ程度保有していること、「経営」、「リーダーシップ」、「国際問題」については半数以上の企業が保有していること、「科学」や「サステナビリティ」の専門家がいる企業は10%未満であることなども指摘している。Adams et al. (2018) の調査によると、全取締役の保有スキル数の平均は3.067個、最小値は0個、最大値は13個であった。社外取締役の保有スキル数の平均は3.018個であり、全体に比べてやや下がることが指摘されている。また、社内取締役の保有スキル数の平均は3.334であった。

Adams et al. (2018) は取締役会におけるスキルの多様性と企業のパフォーマンスの関係も分析し、スキルの多様性の程度が低いほど (開示スキル数が少ない企業ほど) 企業のパフォーマンスが良好であることを発見している。この結果は、開示スキル数が増えると、取締役間の対立を生み出し、対人関係を悪化させ、グループの結束力を低下させ、取締役同士のコミュニケーションを制限するという見方を支持しているように思われる。

2. 2遠山・濱崎 (2019) の研究

遠山・濱崎 (2019) は日本企業のスキルマトリックス情報開示の調査をするにあたって、社外取締役を3人以上有する企業1,180社を対象にしている。遠山・濱崎 (2019) は株主総会招集通知が全上場企業が提出する資料であり、有価証券報告書などの他の法定開示資料よりも記載の自由度が高いことなどから、株主総会招集通知を利用して調査を行っている。調査の結果、株主総会招集通知においてスキルマトリックス情報を開示している企業は8社のみであったことが報告されている。

遠山・濱崎 (2019) はまた、米国企業 (ダウ30 : 開示企業は25社) のスキルマトリックス情報開示を調査し、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」であったこと、「経営経験」、「財務・会計」、「国際経験」、「法務」に関するスキル保持者（全取締役のうち当該スキルを保持している取締役）の割合は70%を超えており、これらのスキルが取締役として重要なスキルであると見なされていることを指摘している。その上で、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こと、「財務・会計」のスキル保持者がかなり低いことも指摘している。

3. 分析方法

本論文では日本企業のスキルマトリックス情報開示の現状把握を行うため、具体的なスキルマトリックス情報を入手しなければならない。本論文では遠山・濱崎（2019）に倣って株主総会招集通知からスキルマトリックス情報を入手することにした³。これは本論文と類似の研究である遠山・濱崎（2019）においても株主総会招集通知から調査しているためであり、遠山・濱崎（2019）との比較可能性を重視したためである。調査にあたって、極力サンプルサイズを大きくするため日本企業1,000社（2020年10月30日現在のTOPIX1000構成銘柄）を調査対象とすることにした。

まず、私たちは9人で1,000社を分担して（1人

あたり110社程度）、それぞれが当該企業のホームページから株主総会招集通知（2020年度）をダウンロードして、スキルマトリックス情報が開示されているかどうかを丁寧に調査した。その結果、333社がスキルマトリックス情報を開示していた。したがって残りの667社が非開示企業である。TOPIX1000企業の33.3%がスキルマトリックス情報を開示していることになり、必ずしも調査対象が遠山・濱崎（2019）と同じではないが、ここ数年でかなりの企業がスキルマトリックス情報を開示するようになってきていることが分かる。なお、今回の私たちの調査で対象となった役員の人数は3,583人に及ぶ。

今回の調査では、株主総会招集通知に記載がある情報の中で、取締役人数、社外取締役数、監査役数、社外監査役数、執行役員数、スキルマトリックスの項目数（企業レベル）、個人（役員）レベルでのスキル項目・項目数（全て）、当該役員の性別（男性・女性）、当該役員の国籍（日本・日本以外）を収集してデータベースを構築した。これによって、企業レベルでどのようなスキル項目（数）が開示されているのか？、役員の属性（女性役員・外国人役員・社外取締役・筆頭役員（経営者））で保有スキル項目は異なるのか？といった点も分析可能となった。

³ 統合報告書でもスキルマトリックス情報を開示している企業も存在しているはずだが、株主総会開催にあたって原則作成義務のある株主総会招集通知とは異なり、統合報告書の作成は任意であるため、今回は調査対象から除外した。

4. 分析結果

4. 1. 役員別の保有スキル項目の特徴

始めに、役員の属性別にどのようなスキル項目が開示されているのかを確認する。表1は役員の属性別の頻度順ランキング（上位30スキル項目）を示している。具体的には、表1の左から企業レベルで開示されているスキル項目（企業レベル：計333社対象）、女性役員の保有スキル項目（個人レベル）、外国人役員の保有スキル項目（個人レベル）、社外取締役の保有スキル項目（個人レベル）、経営者（筆頭役員）⁴の保有スキル項目（個人レベル）である⁵。表1から以下の特徴を観察できる。

第1に、まず企業レベルでの保有スキル項目で最も頻度が高かったのは「財務」である。これは311回（311社）であり、全体の92%で観察できるスキル項目である（実際は「財務・会計」とまとめて表現されているケースも多い）。そして、「会計」、「企業経営」と続いていくが、これらのスキル項目が大部分の日本企業で上位にランキングしているのは、米国のスキル情報開示を調査・分析しているAdams et al.（2018）と類似し

ていることが分かる。この点においては日米間であまり差は無いと思われる。ただし、米国企業では「財務」の頻度は低いが、日本企業では「財務」が上位になっていること、逆に米国企業では「国際性」の頻度は高いが、日本企業では国際性の頻度はやや低いといった特徴も見られる。

第2に、女性役員は社会や環境面でのスキルを期待されているように思われる。女性役員の保有スキル項目をみると、「ESG」や「サステナビリティ」や「ダイバーシティ」といったスキル項目が相対的に上位にランキングしているからである。第3に、外国人役員はその名の通り国際性を求められていると思われる。ほぼ同義であるが「グローバル」や「国際性」といったスキルが上位だからである。また頻度はやや低いが、「多様性」も見られるため、女性役員と同様にダイバーシティの象徴であるように思われる。第4に、社外取締役はコーポレート・ガバナンスの観点から取締役会の独立性を期待されている存在であるように思われる。社外取締役の項目の10番目に「ガバナンス」が見られるためである。

⁴ 各企業のスキルマトリックスの多くは代表取締役社長といった経営者が最も上位に記載され、その下に取締役等が続いて記載されている。ここではその最上位（筆頭役員）のスキル項目のランキングを行い、その結果を示している。なお、このランキングを作成するにあたって、各属性別のスキル項目を抽出して、そのスキル項目の頻度がどれだけあったのかをカウントするために、テキスト型（文章型）データを分析するためのフリーソフトウェアであるKH Coder（<https://kncoder.net/>）を利用した（KH Coderは立命館大学産業社会学部の樋口耕一教授が作成したものである）。

⁵ 本論文では性差や国籍の差（違い）を分析するために、取締役や執行役員や監査役といった区別をせずに女性役員・外国人役員として分析を進めている。

表1 役員属性別保有スキル

	企業	頻度	女性役員	頻度	外国人役員	頻度	社外取締役	頻度	経営者	頻度
1	財務	311	企業経営	171	企業経営	54	企業経営	505	企業経営	232
2	会計	278	法務	86	グローバル	47	財務	314	マーケティング	127
3	企業経営	251	財務	80	国際	32	経営	276	経営	124
4	法務	249	経営	79	財務	32	会計	270	営業	119
5	開発	212	グローバル	72	経営	27	グローバル	259	開発	113
6	マーケティング	177	開発	72	会計	26	法務	256	グローバル	96
7	営業	170	会計	63	ビジネス	25	開発	211	財務	95
8	経営	140	ESG	62	マーケティング	23	国際	200	会計	82
9	グローバル	139	マーケティング	59	開発	22	マーケティング	186	技術	60
10	技術	133	人材	52	法務	17	営業	159	国際	59
11	人事	120	サステナビリティ	50	マネジメント	16	ガバナンス	147	事業	59
12	国際	105	営業	46	技術	15	人事	134	人事	57
13	コンプライアンス	101	ガバナンス	45	営業	12	リスクマネジメント	131	法務	57
14	リスクマネジメント	95	人事	45	ESG	11	ESG	120	人材	52
15	人材	95	コンプライアンス	44	ガバナンス	11	技術	116	ESG	47
16	研究	93	リスクマネジメント	40	研究	11	サステナビリティ	110	研究	47
17	事業	91	リスク管理	38	サステナビリティ	10	人材	110	ガバナンス	41
18	IT	85	国際	37	多様性	10	リスク管理	109	ビジネス	36
19	リスク管理	78	事業	35	IT	9	コンプライアンス	94	サステナビリティ	35
20	ESG	77	技術	28	リスク管理	8	IT	84	製造	35
21	製造	75	研究	27	金融	8	ビジネス	80	リスクマネジメント	34
22	ガバナンス	69	IT	26	内部統制	8	研究	79	リスク管理	33
23	サステナビリティ	61	ビジネス	23	テクノロジー	7	内部統制	62	IT	31
24	労務	59	労務	23	リスクマネジメント	7	製造	59	コンプライアンス	30
25	ビジネス	49	ファイナンス	20	製造	7	金融	57	労務	30
26	生産	49	デジタル	17	デジタル	6	労務	57	海外	26
27	DX	44	内部統制	17	人材	6	DX	54	事業戦略	23
28	デジタル	43	ダイバーシティ	16	人事	6	環境	48	生産	23
29	海外	43	海外	15	DX	5	デジタル	44	テクノロジー	18
30	金融	37	環境	13	コンプライアンス	5	多様性	44	環境	17

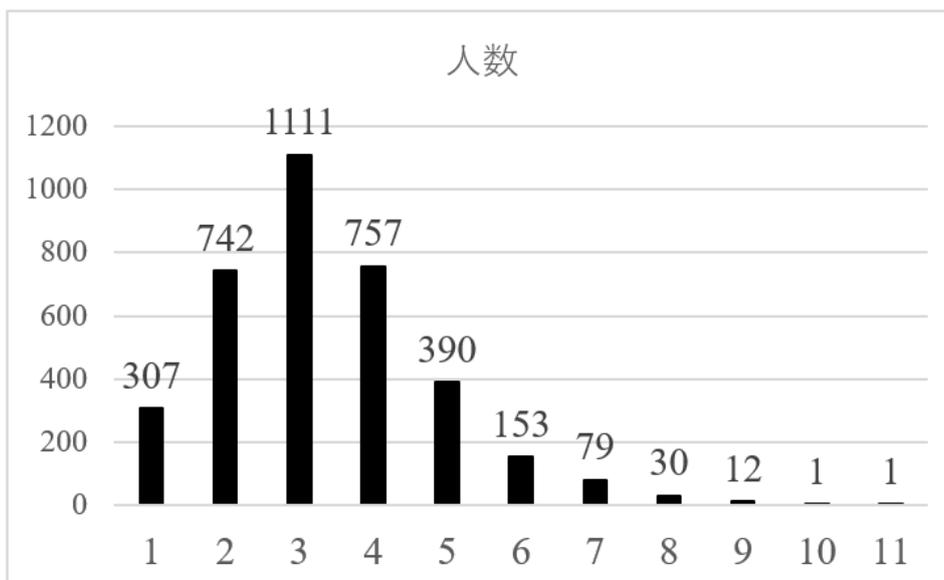
(出所) 筆者作成。ただし、スキル項目の頻度を計算するにあたってKH Coder (<https://khcoder.net/>) を利用している。なお、左端の「企業」は企業レベルの頻度であり、それ以外は個人レベルの頻度である。

続いて、Adams et al. (2018) を参考にして、①平均的な日本企業の役員はいくつのスキルを保有しているのか (個人レベル)、②平均的な日本企業はいくつのスキルを開示しているのか (企業レベル) を確認するために、図1と図2を作成した。

図1は縦軸が人数 (役員人数)、横軸がスキル項目数である。図1からも分かるように、平均的な日本企業の役員が保有しているスキル項目数は3個である (1,111人が該当する)。最も多い役員では11個保有していることも分かる (米国企業の

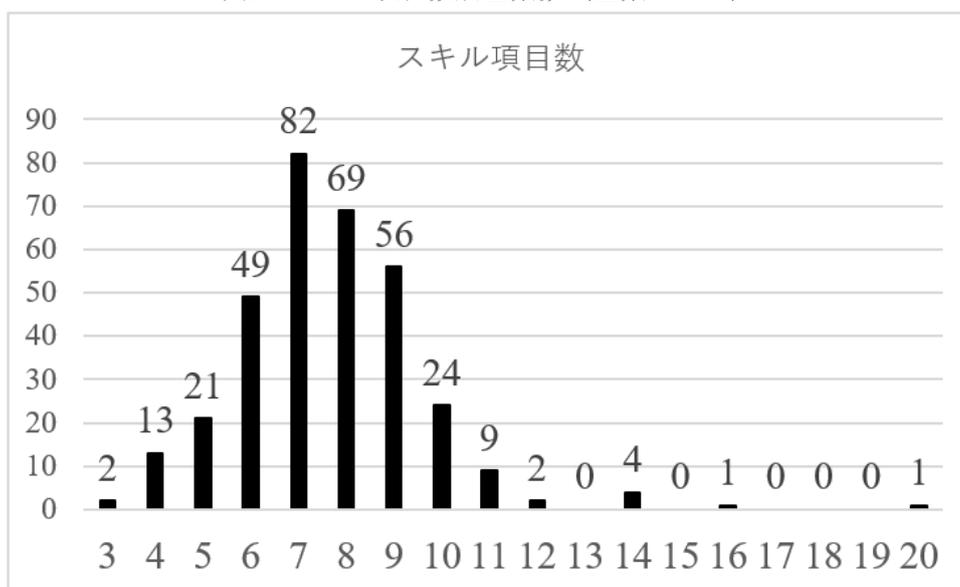
取締役の保有スキルの最大値は13個)。特徴的な点としては、日本企業の役員は保有スキル項目数は米国企業の取締役が保有するスキル項目数よりも多いことである。Adams et al. (2018) (米国企業) の調査と比較して、図1の分布の形は類似しているが、米国企業の取締役が保有するスキル項目数の平均は3.07個である一方で、私たちの調査から分かったのは、日本企業の役員が保有するスキル項目数の平均は3.32個であった。

図1 スキル数別役員人数（個人レベル）



（出所）筆者作成。3,583人の役員を対象としている。なお、縦軸は役員人数、横軸はスキル項目数である。

図2 スキル項目数別企業数（企業レベル）



（出所）筆者作成。333社を対象にしている。なお、縦軸は企業数、横軸はスキル項目数である。

図2は縦軸が企業数、横軸がスキル項目数である。こちらは個人レベルではなく企業レベルでのスキル項目数である。Adams et al. (2018)（米国企業）の調査では、米国企業の開示スキル項目数は平均で10.42個である。図2を見て分かるように、最も多いのは7個（82社）である。具体的には今回のスキル項目調査企業の平均は7.59であった。図1と図2から、日本企業の役員が保有しているスキル項目数は決して米国と比べて少ないものではないが（むしろやや多い）、米国企業が開示しているスキル項目数に比べて日本企業の開

示スキル項目数はかなり見劣りする（少ない）ことが指摘できる。

4. 2. スキルマトリックス情報開示の決定要因

次に、日本企業のスキルマトリックス情報開示の決定要因を分析する。この分析によって、スキルマトリックス情報開示を行っている企業の特性を把握することができる。具体的には、日本企業の取締役会会の構成の決定要因を分析している齋藤（2015）の分析を参考にして、回帰分析を行う。具体的には、説明変数として、企業規模

(Firmsize: 総資産の自然対数値)、海外売上高比率 (Overseas Salee: 海外売上高/総売上高)、収益性 (ROE: 当期純利益/純資産)、負債比率 (Lever: 負債/総資産)、取締役人数 (Boardsize)、社外取締役比率 (Outsidedirector: 社外取締役数/取締役人数)、女性役員比率 (femaleyakuin: 女性役員数/役員総数)、外国人投資家持株比率 (Foreignown: 外国人投資家持株数/発行済株式数)、上位10大株主持株比率 (Top10own: 上位10大株主持株数/発行済株式数)、業種ダミー (Industry dummy: 製造業であれば1、そうでなければ0となるダミー変数) を使用している。本論文の分析で使用しているデータは全てQuick Astra Managerから入手している。また、使用データの決算期はスキルマトリックス情報を開示している期 (株主総会招集通知の該当決算期) のデータを利用している (回帰分析に必要なデータが取得できなかった企業については、その都度除外している)。

回帰分析の結果は表2である。モデル(1)の被説明変数はスキル開示ダミーである (スキルマトリックス情報を開示していれば1、そうでなければ0となるダミー変数)。モデル(1)から、企業規模が大きい (10%水準で有意)、海外売上高比率が高い (1%水準で有意)、ROEが高い (1%水準で有意)、負債比率が高い (5%水準で有意)、社外取締役比率が高い (5%水準で有意)、女性役員比率が高い企業 (1%水準で有意) ほど、スキルマトリックス情報を株主総会招集通知で開示していることが分かる。企業規模が大きい企業は一般に注目を受けることが多いであろうし、海外売上高比率が高い企業というのは、より広範囲でビジネスを行っていることを表している (齋藤 (2015))、社会の目を気にせざるを得ないためではないかと思われる。また、社外取締役比率の高さや女性役員比率の高さはコーポレート・ガバナンスの質を反映していると考えれば、コーポレート・ガバナンスの厳格さがスキルマトリックス情報開示にポジティブな影響を与えていると考えられる。

モデル(2)の被説明変数は開示スキル数 (当該企業が開示しているスキル項目数) である。この分析は開示スキル数の多さ・少なさ (企業レベル) と企業の特性ととの関係を把握するためのものである。モデル(2)から、ROEが高い (10%水準で有意)、取締役会人数が多い (5%水準で有意)、社外取締役比率が低い (5%水準で有意)、外国人投資家持株比率が低い (10%水準で有意) 企業ほど開示しているスキル項目数が多いことが分かる。この結果をどのように考えることができるだろうか。当初、取締役会の人数と社外取締役比率の両方については、両者が増加するとスキル項目数も増えると想定していた。それは、企業が開示しているスキル項目数が少ないと投資家から「この企業は能力の低い取締役会メンバーだ」と思われてしまう可能性があるため、企業は役員数 (社外取締役人数) が多くなると、多様なスキルを持つ役員をきちんと登用しているとアピールするのではないかと考えたからである。言い換えれば、多様な能力を持つ役員が集まっているのであれば、役員の人数や社外取締役比率 (特別なスキルを持つスペシャリスト) が増えると、その企業の開示スキル項目数も増えるはずだと考えたのである。結果を見ると、たしかに取締役会の人数が増えると開示スキル項目数は増加しているが、社外取締役比率が増加してもスキル項目数はむしろ減少しているという分析結果は、特にその企業にとっての独自のスキルを持った社外取締役はあまり存在していないことを表しているように思われる。

モデル(3)の被説明変数は平均保有スキル数 (当該企業の役員が保有している平均スキル項目数) である。この分析は役員が持つ保有スキル数の平均値 (個人レベル) と企業の特性ととの関係を把握するためのものである。モデル(3)から、女性役員比率が高く、上位10大株主持株比率が低い企業ほど平均保有スキル数が多いことが分かる。この結果は企業が女性役員に期待してより多くのスキル項目数を持たせようとしているのを表しているのかもしれない。

表2 スキルマトリックス情報開示の決定要因

被説明変数	スキル開示ダミー		開示スキル数		平均保有スキル数
モデル	(1)		(2)		(3)
推定方法	Logit		Tobit		Tobit
Firmsize	0.114	*	-0.139		0.019
	(1.68)		(-1.46)		(0.37)
Overseas Sales	1.338	***	0.020		0.130
	(3.77)		(0.04)		(0.50)
ROE	1.488	***	1.037	*	0.083
	(2.70)		(1.74)		(0.26)
Lever	1.237	**	0.070		-0.235
	(2.54)		(0.11)		(-0.69)
Boardsize	-0.035		0.122	**	0.010
	(-1.08)		(2.19)		(0.33)
Outsidedirector	1.955	**	-2.406	**	0.521
	(2.51)		(-2.27)		(0.93)
Femaleyakuin	3.749	***	2.529		1.566
	(3.21)		(1.52)		(1.76)
Foreignown	1.069		-1.668	*	-0.067
	(1.55)		(-1.70)		(-0.13)
Top10own	-0.527		-0.890		-0.888
	(-0.88)		(-0.98)		(-1.82)
Industry dummy	0.208		0.136		-0.025
	(0.98)		(0.45)		(-0.15)
Constant	-4.153	***	9.564	***	3.089
	(-4.43)		(7.35)		(4.44)
サンプルサイズ	770		268		268
Pseudo R-squared	0.09		0.02		0.01

(出所) 筆者作成。***：1%水準で有意、**：5%水準で有意、*：10%水準で有意。

4. 3. スキル項目の多様性と企業のパフォーマンス

取締役会の多様性の程度が上昇すると、取締役間の対立を生み出し、対人関係を悪化させ、グループの結束力を低下させ、取締役同士のコミュニケーションを制限する可能性がある (Ferreira (2010))。実際、Adams et al. (2018) の研究も、スキルの多様性の程度が高いほど (開示スキル数が多い企業ほど) 企業のパフォーマンスが悪いことを発見している。この米国企業の知見は日本企業にも当てはまるのだろうか。本論文では、(1) スキル開示企業と非スキル開示企業、(2) 開示スキル数が多い企業と開示スキル数が少ない企業にサンプルを区分して、両者の企業パフォーマンスに差があるかどうかを分析した。本論文では企業パフォーマンスを表す指標として、ROE (当期純利益/純資産)、ROA (経常利益/総資産)、ROS (営業利益/売上高)、EBITDA/TA (EBITDA/総資産)、総資産回転率 (売上高/総資産) を採用

した。なお、EBITDA=営業利益+減価償却費として計算した。これは色々な観点から分析しようと考えたからである。

その結果は表3に示している。表3の上段はスキル開示企業と非スキル開示企業の比較である。下段は開示スキル数の中央値でサンプルを2つに区分して、相対的に開示スキル数が多い企業と少ない企業の間で比較した結果である。上段をみると、総資産回転率以外では統計的に有意な差は見られていない。資産効率を表す総資産回転率は非スキル開示企業の方が高いことが分かる。また下段をみると、ROEと総資産回転率では統計的に有意な差が見られている。しかしながら、ROEは開示スキル項目数が多い企業ほど高いこと、総資産回転率も開示スキル項目数が多い企業ほど高いことが分かる。この結果は米国企業 (Adams et al. (2018)) とは異なるものであり、米国企業の知見が日本企業には必ずしも当てはまらないように見える。

表3 スキル情報開示と企業パフォーマンス

	ROE	ROA	ROS	EBITDA/TA	総資産回転率
スキル開示企業(315)	5.47%	5.80%	7.66%	8.96%	0.80
非スキル開示企業(630)	7.14%	6.36%	7.71%	9.28%	0.88
t値	-1.14	1.12	0.05	0.67	2.55**
開示スキル数>中央値(156)	9.43%	6.00%	7.62%	9.11%	0.87
開示スキル数<中央値(152)	4.61%	5.63%	7.71%	8.79%	0.72
t値	-1.99**	-0.52	0.07	-0.47	-3.12***

(出所) 筆者作成。()内の数字は対象となっている企業数である。***: 1%水準で有意、**: 5%水準で有意。

5. 分析結果の考察と提言

本論文は、日本企業の株主総会招集通知を利用して日本企業のスキルマトリックス情報開示の現状・特徴を把握するために調査・分析を行った。本論文の分析を通じて明らかになったのは次のような点である。

まず、日本企業が開示しているスキル項目は、企業レベルでは米国企業のスキルマトリックス（スキル項目）とそれほど相違はないという点である。日本企業で上位にランキングしている「財務」、「会計」、「企業経営」といった頻度の高いスキル項目は米国企業のランキングとほぼ同じであった。

しかしながら、日本企業の役員（1人あたり）が保有しているスキル項目数は決して米国と比べて少ないものではないが（米国3.07個、日本3.32個）、米国企業が開示しているスキル項目数に比べて日本企業の開示スキル項目数はかなり見劣りすることが明らかとなった（米国10.42個、日本7.59個）。日本企業の役員1人あたりで見ると、米国企業よりもやや保有スキル項目数が多いにもかかわらず、日本企業が開示しているスキル項目数は米国企業のそれよりもかなり少ないということは、米国企業と比較して、日本企業の役員が保有するスキル項目の多様性が低い（日本企業の役員はどの企業も似たようなスキル項目を保有している傾向がある）という解釈ができないだろうか。この結果から、それぞれの企業で強み・弱みは異なるはずなので、その企業に特化した（必ずしも他の会社との横並びでスキル項目を設定するのではなく）、独自性のあるスキル項目を設定するこ

とで、少なくともスキル項目数は増加していくと思われる。新聞報道等を見ていると、他社では通用しないような独自性の強いスキル項目を設定している企業もあることが紹介されているが、そうしたスキル項目が多くなって新聞紙上を賑わせるようになれば日本企業のスキルマトリックス情報開示も次のステージに進むのではないかと感じた。もっと自社の強み・弱み・置かれている状況を踏まえたスキルを設定すべきではないだろうか。

本論文の最大の特徴でもある、役員属性別の保有スキル調査については、女性役員や外国人役員などで特徴的な傾向を観察することはできたように思われる。例えば、女性役員は社会や環境面でのスキルを期待されている点であったり、外国人役員はその名の通り国際性を求められている点などである。しかしながら、私たちは当初はもっと明確な差が出てくるのではないかと予想していたため（実際には役員の属性別で見ても似通ったスキル項目の並び方であったため）、ぼんやりとした特徴か見えてこなかったと感じたと同時に、そのことを非常に残念に感じた。これは上述したことと関連するが、役員属性別で見ると、その特徴が顕著に表れているくらいにならないと、適材適所に、必要なスキル項目が割り振られているということにはならないのではないかと感じた。スキル項目数と企業パフォーマンスの分析でも明らかとなったように、米国企業の知見は必ずしも日本企業には当てはまらないと思われる。つまり「日本企業は米国企業とは違う」という姿勢をもっと見せて欲しい。

参考文献

- Adams, R.B., A.C.Akyol, P.Verwijmeren(2018) ,Director Skill Sets, *Journal of Financial Economics*, Vol.130, pp.641-662.
- Ferreira, D.(2010), Board Diversity, *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Anderson, R. and H.K. Baker (eds.), John Wiley & Sons, pp. 225-242.
- Upadhyay, A., and H. Zeng (2014) ,Gender and ethnic diversity on boards and corporate information environment. *Journal of Business Research*, Vol.67, 2456-2463.
- 齋藤卓爾(2015),取締役会構成と監査役会構成の決定要因,『フィナンシャル・レビュー』,財務省財務総合政策研究所,第121号,pp.37-52.
- 遠山幸世・濱崎加奈子 (2019) ,「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,プロネクサス総合研究所,pp.6-18.

第15回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ

応募締切予定 2023年10月20日（金）

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。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態調査、ケース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（2023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（2023年10月20日現在）による3名以上10名以下のグループ（代表者1名と共同研究者の合計10名以内。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）。

なお、論文・要旨・応募メールには、応募部門（部門Ⅰまたは部門Ⅱ）および執筆者名・共同研究者名を明記すること。

・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

・応募規定

文字数、応募方法等に規定があります。詳細は弊社サイトをご確認ください。

・応募締切

2023年10月20日（金）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、弊社ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チームサイトをご覧ください。

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

お問合せ先

株式会社プロネクサス
ディスクロージャー企画業務推進部
調査研究チーム

懸賞論文係 小林・原口

TEL : 03-5777-3032（平日9:00～17:30）

E-mail : 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14回	部門Ⅰ 佳作	近藤 奈帆	埼玉大学 経済学部4年	TCFD関連情報開示の実態とその効果	研究 レポート 第17号 (本号)
	部門Ⅱ 優秀賞	金子 竜弥 西中 恵音 保田 遥華 清水 優志 羽鳥 怜 佐野 綾音 大澤 悠之介	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール3年	日本企業の決算説明会動画に関する実態調査 ー決算説明会動画開示に対する改善提言ー	
	部門Ⅱ 佳作	阿部 大星 菅沼 光騎 上田 隼太郎 大和田 叶夢 戸高 璃玖翔 今井 英喜 小松 彩葵 藏本 聖哉 一瀬 颯介	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール3年	日本企業におけるスキルマトリックス情報開 示の現状把握と改善提言	
第13回	部門Ⅰ 努力賞* *特例	池田 莉彩	法政大学 キャリアデザイン学部 4年	監査上主要な検討事項 (KAM) の開示実態と課 題 ー 強制適用後のデータを用いた分析 ー	研究 レポート 第16号 (優秀賞作品 のみ掲載)
	部門Ⅱ 優秀賞	今村 遥香 天野 翔太 岡野 航大 小川 千穂 片柳 英鵬 加藤 海斗 細井 雄介 吉崎 伽音 渡邊 安理沙	一橋大学 円谷昭一ゼミナール	日本の社外取締役の報酬と能力・職責の問題 提起と改善提言～米国及び主要国との比較調 査～	
第12回	部門Ⅰ 佳作	君島 陽子	青山学院大学大学院 会計プロフェッション 研究科 (2020年3月修了)	わが国監査法人における監査アシスタント活 用の現状と課題	研究 レポート 第15号
	部門Ⅰ 佳作	大箸 祐太	東京大学 経済学部経営学科4年	SNSを用いたバッド・ニュースの拡散戦略と株 価反応への影響	
	部門Ⅰ 佳作	加藤 優美	埼玉大学 経済学部3年	上場子会社の完全子会社化における一般株主 の利益保護と情報開示	
	部門Ⅱ	該当なし			

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11回	部門Ⅰ 優秀賞	天野 良明	京都大学大学院 経済学研究科	負ののれんの会計処理に関する提言 —負の超過収益力との関連性の観点から—	研究所 レポート 第14号
	部門Ⅰ 佳作	今井 昭仁	神戸大学大学院 人間発達環境学研究科	報酬比率の開示の効果的な利用	
	部門Ⅱ 佳作	末吉 姫子 立山 利佳 松田 詩織 小西 瑞季 江浦 大地	北九州市立大学 経済学部 松本守ゼミナール	株主優待廃止とお土産廃止のアナウンスメント時におけるネガティブな情報効果を和らげる効果的なディスクロージャーに関する研究	
	部門Ⅱ 佳作	高畑 智泰 柄澤 菜月 中村 奈生 森島 和奏 森田 ひなの	日本大学 商学部 川野克典ゼミナール 第10期Bチーム	決算早期化 —決算早期化の有用性と実現に向けた新モデルの提案—	
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
	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応度を高めるか?—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	

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 横田 眞奈弥	東京経済大学 経営学部3年 東京経済大学 経営学部2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	
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	
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	

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『研究レポート』のバックナンバーは、「ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト <https://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/2023.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月に当部内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に引き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。2022年においても、様々な分野の方を講師に迎えて研究会を開催した。

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き、厚く御礼を申し上げる次第である。

第80回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2022年1月31日(月) 10:00~11:30

議題 「日本の社外取締役の報酬と能力・職責の問題提起と改善提言～米国及び主要国との比較調査～」

第13回プロネクサス懸賞論文で優秀賞を受賞した作品「日本の社外取締役の報酬と能力・職責の問題提起と改善提言～米国及び主要国との比較調査～」について、一橋大学商学部 円谷ゼミナールの今村遥香氏、天野 翔太氏、岡野 航大氏、小川 千穂氏、片柳 英鵬氏、加藤 海斗氏、細井 雄介氏、吉崎 伽音氏、渡邊 安理沙氏による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

本論文の目的は、日本の社外取締役に支給されている報酬の実態を解明して問題点を指摘し、改善策を提案することである。近年のコーポレートガバナンスの議論において、日本の社外取締役はその業務量に対して報酬が高額であると指摘されることがある。これは果たして本当であろうか。本稿では実際のデータを調査・分析し「報酬は取締役の能力と職責のかけ算で計算できる」という仮定のもと、日本企業の社外取締役の報酬がその業務内容に見合っているのか検証する。

日経225銘柄企業とダウ30およびNYSE、NASDAQ上場の200社(その他の主要国)を対象に各社の開示資料を1社ずつ読み込み「報酬」「能力(スキル・マトリックス)」「職責(指名・報酬委員会)」の項目に分けて日米の比較調査を行った結果、次のことが明らかになった。まず報酬について、報酬総額は米国以外の主要国並みで特別高くはなかった。しかし報酬の内訳等の詳細な開示はなく、それ以上の調査が不可能だった。スキル・マトリックスについては、

開示内容が乏しいか定型のものが多く、能力について議論するには不十分であった。委員会活動についても開示量が少なく、活動実態が不明な企業が多かった。開示内容で見ると「米国企業は多くが開示しているが日本企業は開示していない項目」が多数存在した他、記載のある項目についても日本企業は定型文が多いという傾向がみられた。つまり、高額化している報酬に見合う仕事をしているのか不透明であるというのが我々の結論である。

この結論を踏まえて我々は次の2点を提言とした。まず根本的な開示量の少なさと定型文などの横並びの開示を改善するため、各社の企業努力に加え、東証や当局からも「コンプライorエクスプレイン」の原則に基づいた自由な開示を促す雰囲気づくりが必要である。そして開示量が増え社外取締役に求められるものが多くなることで起こりうる、社外取締役候補者の不足という懸念に対しては、社外取締役候補者を事前に登録した人材ネットワークを構築することで解決を図るべきである。

第81回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2022年7月8日(金) 10:00~11:30

議題 「国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)公開草案について」

「国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)公開草案について」について、森 洋一氏(サステナビリティ基準委員会メンバー)による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

気候関連情報・サステナビリティ情報開示は、グローバル基準設定と各法域における制度化・基準設定が並行して進展する状況にある。グローバル基準としては、IFRS財団が国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)を新設し、IFRSサステナビリティ基準

を策定中である。各法域については、欧州（EU）はCSRD（企業サステナビリティ報告指令）を提案しており、米国ではSECが気候関連開示の高度化と基準化を提案している。日本では制度議論や国内基準整備に向けた進展が続いており、財務会計基準機構（FASF）の下にサステナビリティ基準委員会（SSBJ）が新設された。

このような状況の中、2022年3月31日に、ISSBが初めての公開草案を公表した。公開された草案は2つあり、2022年7月29日までコメントを募集している。

草案の1つは「IFRS S1サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般要求事項」といい、サステナビリティ開示に共通して要求される事項を規定するものである。IFRS S1は、一般目的財務報告の主要な利用者が、「企業価値を評価し、企業に資源を提供するかどうかを決定する際に有用な」、「企業の重大なサステナビリティ関連のリスク及び機会に関する情報」の開示を企業に要求することを目的としている

もう1つは「IFRS S2気候関連開示」といい、気候関連のリスク・機会に特化した要求事項を規定するものである。IFRS S2は、企業に重大な（significant）気候関連のリスク及び機会に対するエクスポージャーに関する情報を開示することを要求することにより、一般目的財務報告の利用者が(a) 重大な気候関連のリスク及び機会が企業価値に及ぼす影響を評価し、(b) 気候関連のリスク及び機会に対する企業の対応と戦略を理解し、(c) 重大な気候関連のリスク及び機会に適応する能力を評価することを目的としている。

グローバル基準であるIFRSサステナビリティ基準の設定により、企業価値を起点とする開示、財務的影響の開示、データの充実、報告期間・組織範囲等の統一、バリューチェーン情報などが期待される。企業にとってはサステナビリティに対する企業行動を後押しし、投資家にとってはサステナブル・ファイナンスの推進力となることが期待されている。

〈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、当部顧問
委員	相浦 宏	日本板硝子株式会社 執行役員 経理部アジア統括部兼経理部（日本）部長
委員	浅見 裕子	学習院大学経済学部 教授
委員	上田 晋一	成城大学経済学部 教授
委員	大塚 成男	熊本学園大学大学院会計専門職研究科 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	円谷 昭一	一橋大学商学部 教授
委員	中條 祐介	横浜市立大学国際総合科学部 教授
委員	山岡 信一郎	株式会社ヴェリタス・アカウンティング 代表取締役社長、公認会計士
委員	山田 周平	JFEホールディングス株式会社 財務部長
顧問	新井 武広	前 会計教育研修機構 代表理事専務、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

研究会事務局

（2022年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順）

2022年 ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2022年1月30日	第80回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「日本の社外取締役の報酬と能力・職責の問題提起と改善提言～米国及び主要国との比較調査～」 （懸賞論文の優秀賞受賞作品） 講 師：一橋大学商学部 円谷ゼミナール 今村 遥香氏、天野 翔太氏、岡野 航大氏、小川 千穂氏、片柳 英鵬氏、 加藤 海斗氏、細井 雄介氏、吉崎 伽音氏、渡邊 安理沙氏
2月1日	『研究レポート 第16号』を刊行
7月8日	第81回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）公開草案について」 講 師：森 洋一氏（サステナビリティ基準委員会メンバー）

編集後記

◇今回の懸賞論文受賞作品は、部門Ⅰが佳作1本、部門Ⅱが優秀賞1本、佳作1本となり、合計で3本の作品に決定した。今回の応募は6件であり、ほぼすべてが学部生からの応募であった。近年の学部生の活躍にはめざましいものがあるが、院生や若手研究者の方々からも引き続き力作の応募を心待ちにしている。

研究レポート 2023 第17号

2023年2月発行

©編集・発行 ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム
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、当部の著作物であり、著作権法により保護されております。
当部の事前の承諾なく、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 レポ^oート

株式会社プロネクサス
ディスクロージャー企画業務推進部

PRONEXUS.E1701.2023.2(200)

