

研究 レポート

■ 第12回プロネクサス懸賞論文 部門I 佳作

「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」

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) 君島 陽子

「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」

東京大学 経済学部 経営学科4年 大箸 祐太

「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」

埼玉大学 経済学部3年 加藤 優美

■ 2020年 研究部活動記録

ディスクロージャー調査研究部
研究レポート2021
第15号 目次

はじめに	1
第12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	
「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」 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））	6
「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」 大箸 祐太 （東京大学 経済学部 経営学科4年）	22
「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」 加藤 優美 （埼玉大学 経済学部3年）	35
第13回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ	44
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告	48
2020年 研究部活動記録	51

はじめに

ディスクロージャー調査研究部（2020年9月に「プロネクサス総合研究所」より名称変更）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。本目的の趣旨に基づき、研究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。

2020年における当研究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3回（累計では75回）開催いたしました。それぞれ、「IASBの非GAAP指標の透明性を高める提案について」、「市場区分の再編に向けて」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、2020年の開催は見送りました。

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12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、2020年12月に部門Ⅰの受賞作品として佳作3本を決定し公表しました。なお、部門Ⅱにつきましては受賞作の該当なしとなっております。

また、引き続き、当研究部の2020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15号として発行することといたしました。なお、旧「プロネクサス総合研究所」から「ディスクロージャー調査研究部」への組織名称変更に伴い、今号より本レポートを、旧「研究所レポート」から「研究レポート」に名称変更しております。

当研究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。

2021年2月
ディスクロージャー調査研究部
部長 高橋 義明

「第 12 回プロネクサス懸賞論文」

部門Ⅰでは佳作 3 作品が受賞。部門Ⅱは該当なし。

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、2020 年にその第 12 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 15 件の論文の応募があり、部門Ⅰでは佳作 3 本の論文を選定し

ました。一方、残念ながら部門Ⅱは受賞該当作なしとなりました。

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拡大を鑑み、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 12 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 13 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 3 本

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」

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」

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 審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 該当なし

佳 作 該当なし

第12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」には10件、「部門Ⅱ」には5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3本を選定した。なお、本年度は、コロナ禍によるゼミナール指導教授とのコミュニケーション不足の影響であろうか、部門Ⅱからの受賞論文はなかった。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。

第1の佳作は、君島陽子氏の「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」である。本論文の目的は、監査チームの一員であるが、資格を有していない「監査アシスタント」の実態について、大手4法人および準大手5法人への質問票調査と各監査法人が公表している「監査品質に関する報告書」を分析し、監査アシスタントの会計・監査に関する専門的知識がどの程度期待され、そのための研修等の機会が整備されているのかを検討するものである。おそらく、監査アシスタントの実態に関する本格的なアンケート調査の嚆矢であり、公共社会に対する貢献が大きい論文である。

この論文に対する意見は以下の通りである。監査法人はIT技術者を積極的に採用しており、質問にも「監査におけるデータ処理・分析の実施」という項目があるが、本研究での監査アシスタントの定義では、IT技術者の取り扱いが不明確である。また、提言の内容は監査アシスタントが監査チームの一員として重要との認識に立つようであるが、「低リスクの監査領域の監査手続きの実施」や「監査調書の整理」の具体的な内容には触れていないので、監査アシスタントを活用することによる潜在的な問題についての考察が不足している。このような指摘事項はあるが、監査アシスタントの実態に着目したこと、「監査品質に関する報告書」における監査アシスタントを含む人事情報の開示が不十分であることを明らかにした点は、今後の監査品質の向上に資する研究として多いに評価でき佳作とした。

なお、監査アシスタントの活用が、監査を受ける企業や投資家にどのように影響するのかという研究

が行われることを期待する。

第2の佳作は、大箸祐太氏の「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」である。本論文の目的は、バッド・ニュースの開示とSNSを用いた拡散の関係、およびバッド・ニュースのSNSでの拡散が株価反応に与える影響を調査し、ディスクロージャーの手段の1つとしてのSNSの活用について提言することである。本研究は、「バッド・ニュースを企業は拡散しない傾向がある。しかし、バッド・ニュースの拡散は、バッド・ニュース開示の負の株価反応を抑制（小さく）する。」という2つの仮説を検証した画期的な研究であり、とくに第2の結果は、非常に示唆に富んでいる。

この論文に対する意見は以下の通りである。ニュースの拡散に関して、投資家は必ずしもSNSのみでニュースを得ているわけではない。また、バッド・ニュースとして「減益予想」のみに限定しているが、減益予想以外のネガティブな情報はいろいろあり、ネガティブな適時開示情報からサンプルデータを作成することもあり得る。したがって、本研究は、上記のデータの範囲に限定された結論である。また、実証結果を出すための実証研究であり、本懸賞論文の趣旨に反するのではないかとはいえ、海外の先行研究を十分に渉猟し、結論が出ていないことを確認した上で、日本の実態についての仮説を構築しており、研究方法の質が極めて高い。実証モデルの被説明変数およびコントロール変数を含む説明変数の設定も妥当なものと思われ、研究の信頼性を増している。そして、本研究の提言は、経営者に対し、バッド・ニュース拡散のインセンティブを与えるもので、社会的貢献が期待できることを評価し佳作とした。

第3の佳作は、加藤優美氏の「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」である。本論文の目的は、親会社が上場子会社を完全子会社化する際に、買収価格を不当に低く設定し、子会社の一般株主の利益を損なうことが問題視されていることから、「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—

（以下「M&A指針」）で示されている公正性担保措置を講じ、その内容を情報開示することで、一般株主が保護されているかどうかを明らかにすることである。とくに特別委員会と第三者評価機関による株式価値算定に関する公正価値担保措置に着目し、形

式的な措置よりも買収価格の決定プロセスに実質的に関与できる措置が行われている情報が開示される方が、買収プレミアムが高くなることを明らかにした。

この論文に対する意見は以下の通りである。「M&A 指針」は、親会社による子会社一般株主との間の利益相反行動の抑制に有効かというタイムリーなテーマであるが、2019年6月に「M&A 指針」が公表されたこともあって、サンプル数が非常に少ない。また、株式交換と現金買収のような M&A の手法の違いで、子会社株主にとっての利益・不利益は相違するのではないかという問題もある。分析サンプルにおける仮説該当の有無の偏りが極めて大きい仮説が4つあり、とくに、仮説 D1, D2, D3 は、それらに該当する会社固有の特殊性が反映された検証結果ではないかと懸念される。しかし、仮説 D4 の「株式価値算定の前提となる財務予測が、第三者評価機関によりつくり直されているか否か」が、買収プレミアムの大きさに統計的有意差をもって検証されたことは、サンプルの偏りが少ない変数なので結果の信頼性が高い。この仮説から導出される「第三者評価機関による株式価値算定の前提となる財務予測を当該機関が作成し、その旨を情報開示することにより、利益相反行動の防止に役立つ」とする提言は、弱者の立場にある子会社一般株主の公正性の確保の手段として有益であり佳作とした。

「プロネクサス懸賞論文」募集が第12回目を迎え懸賞論文の認知度も高くなったとはいえ、2020年初頭から続くコロナ禍にもかかわらず部門Ⅰと部門Ⅱの合計15本の応募論文があったことは特筆すべきである。残念ながら、「部門Ⅱ」の佳作論文はなかったが、指導されている先生のご努力には頭が下がり、また、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と思う。今回、監査法人の人事政策とその開示方法や上場企業のワークライフバランスの開示についての研究もあり、研究テーマおよび研究対象の広がりを感じる。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、興味の高さ、そして仮説設定の努力に驚いている。社会科学の魅力の1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。今回の佳作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ものである。

以上

【第12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 専務理事・事務局長)

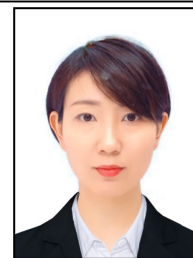
委員 川村 義則 (早稲田大学商学大学院 教授)

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 (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)



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))

1. 問題の背景と研究の目的

財務諸表監査は、公認会計士の排他的独占業務とされている。監査業務は、監査責任者と監査補助者から構成される監査チームで実施されるが、法的に公認会計士資格が要求されているのは監査責任者のみである。監査補助者の要件については特に規定されていないため、有資格者や公認会計士試験合格者に限らず、公認会計士試験の受験生や未学習者もなることが可能であるが、そのことは広く一般に知られてはいないように思われる。

実態として、わが国では、公認会計士有資格者・試験合格者以外の者（以下、非合格者）を補助者とする監査法人が存在している。非合格者が実施した監査手続から得られた監査証拠であっても、最終的には監査責任者が監査意見を形成する基礎の一部を成す。したがって、監査法人には非合格者の活用に関する品質管理システムの整備・運用が求められ、個別の監査業務においては、上位者に当たる公認会計士が非合格者の業務を適切に監督する体制が求め

られている。

監査基準委員会報告書 200「財務諸表監査における総括的な目的」（日本公認会計士協会、2019）で、「『監査人』は、監査業務に従事する者（通常、監査責任者又は監査チームの他のメンバー）、又は該当する場合には監査事務所に対して使用される。」と定義されていることから、非合格者であっても監査チームの一員であれば「監査人」であり、少なくとも自らの担当業務に関しては要求事項を遵守する必要がある。そのためには前提として、会計・監査の知識の習得が不可欠ではないだろうか。

非合格者の活用状況は、「業務及び財産の状況に関する説明書類」や監査法人ガバナンス・コードによって求められている「監査品質に関する報告書」等の名称で公表されている報告書において、ほとんど開示されておらず、実態の把握は困難である。

そこで、本研究では、監査補助者の中で、以下①～⑥の要件全てを満たす者を監査アシスタントと定義し、監査法人に対する質問票調査を実施した。

監査アシスタントの定義

- ①日本公認会計士協会の会員・準会員¹でない
 - ②グローバルファームから派遣されている他国の会計士有資格者でない
 - ③監査業務従事開始時点において、公認会計士試験の短答式試験合格者でない
 - ④監査業務従事開始時点において、U.S. CPAの全科目合格者・科目合格者でない
 - ⑤公認会計士試験の受験を前提に雇用している者（監査トレーニー²（注²）等）でない
 - ⑥会計又は監査以外の分野における専門家（弁護士や不動産鑑定士等）ではない
- ※直接雇用又は間接雇用、常勤又は非常勤など雇用形態のいかんは問わない

¹ 公認会計士試験合格後、日本公認会計士協会の実施する実務補習を受けている者

² 公認会計士試験の合格を目指し、勤務時間の短縮等の待遇の下で勤務する者

本研究の目的は、各監査法人が監査アシスタントをどのように活用しているのかを把握し、さらに職務分掌規程の整備状況や育成のための取り組みを明らかとすることにある。調査結果及び監査法人の開示資料を基に、わが国の監査法人において、監査アシスタント活用にいかなる問題があるのかを考察することとしたい。

2. 先行研究

2015年7月1日、米国公開会社会計監督委員会(PCAOB)は、「監査品質に関するコンセプト・リリース」(PCAOB, 2015)を公表した。同様に、日本公認会計士協会も、2018年3月に、「監査品質の指標(AQI)に関する研究報告」を公表している。PCAOBが監査品質指標の候補として挙げている28項目の中には、「スタッフの比率(Staffing Leverage)」や「マネージャー及びスタッフの作業負担(Manager and Staff Workload)」、「監査専門要員一人当たりの研修時間(Training Hours per Audit Professional)」等の監査事務所の人事に関する指標が含まれる。日本公認会計士協会の研究報告においても、「監査に従事するパートナー・マネージャーとスタッフの比率」や「研修時間」、「監査チームメンバーの構成と経験」など、人事関連の項目が取り上げられていた。このように、監査法人の人事的要素は監査の品質に影響を与えるという見方が一般的なようである。

林ほか(2019)は、監査事務所の人事の実態を明らかにすることを目的として、2018年2月末日時点で日本公認会計士協会の「上場会社監査事務所名簿」に掲載されていた126事務所及び準登録事務所名簿に記載されていた10事務所の合計136事務所に質問票調査を依頼し、そのうち78事務所から回答を得ている(回収率57.35%)。

同調査では、「解決すべき課題が多い領域」について複数選択可の選択式で回答を求め、回答の上位2つは「優秀な人材の確保」と「適正規模の人員確保」であった。大手・準大手の回答を見ると、大手3法人、準大手4法人³が「優秀な人材の確保」を選択し、「適正規模の人員確保」についても、大手3法人、準大手3法人が選択している。また、「教育・訓練」についても大手2法人、準大手2法人が

選択していた。人材育成を含む、人員確保の量的・質的課題について、監査法人が認識していることが分かる。

また、「人事課題を解決するために工夫していること」について、業務の見直しとして、「イノベーション&アナリティクスを集中的に開発・実務化するチームの設置や、定型作業の切り出しと集中センターでの処理、公認会計士のアシスタントの起用、監査業務以外の所内業務のシェアードサービス化」を挙げている法人もあり、公認会計士の人員確保以外の方法による解決策が示されていた。

さらにこの調査では、パートナー、シニアマネージャー・マネージャー、シニアスタッフ、スタッフと職階別に個別監査業務の監査の品質に関する業績評価指標(AQI)について複数回答可の選択肢で回答を求めており、「職業的倫理観」と「会計・監査に関する専門的知識」は職階を問わず重要視されることが明らかにされている。

このように、林ほか(2019)は、わが国における監査法人の人事に関する実態調査として、これまでにほとんど例のない貴重な研究ではあるものの、本研究の関心事である監査アシスタントに関しては、中心的な調査対象とされていない。筆者が調べた限り、監査アシスタントに関する調査は、学術的な研究としては、これまでほとんど行われていないように見受けられる。

本研究においては、林ほか(2019)における監査法人が抱える「解決すべき人事的課題」について、監査アシスタント活用という観点から問うとともに、同じく、同調査の結果、どの職階でも重要視されていた「会計・監査に関する専門的知識」という監査の品質に関する業績評価指標(AQI)について、監査アシスタントに対しても業務上要求されているのか、そうであれば、監査アシスタントに「会計・監査に関する専門的知識」を習得させるため、いかなる取り組みを実施しているのかを調査することとした。また、併せて、監査法人が「監査の品質に関する報告書」等の名称で公表されている開示資料を基に、監査アシスタントに関する開示内容との関連性を検討することとしたい。

³ 公認会計士・監査審査会の区分による。詳細は、後述の[表0]内の注を参照。

3. 調査の概要

わが国監査法人における監査アシスタントの活用状況を明らかにするために、以下の要領で、質問票調査を実施することとした。

<調査時期及び方法>

質問票及び回答票は、2019年3月1日に大手監査法人4法人と、準大手監査法人5法人の合計9法人の人事担当責任者宛てに郵送で送付し、郵送によって回答を求めた。希望する監査事務所に対しては、e-mail 添付のファイルで質問票及び回答票を送付し、e-mail による回答を受け取った。

<調査対象>

本調査の対象は、公認会計士・監査審査会(2018)の分類による大手監査法人と準大手監査法人とした。公認会計士・監査審査会の「平成30年版モニタリ

ングレポート」(公認会計士・監査審査会, 2018, 59頁)に記載されている図表Ⅲ-1-12<監査法人規模別の一般的な監査チームの構成と主な役割>によると、中小規模監査法人では監査アシスタントを採用していない法人が多いことから、本調査では調査対象に含めていない。なお、2019年3月時点において、大手及び準大手を併せて、わが国上場企業の83.5%を担当するカバー率となっている(監査人・監査報酬問題研究会, 2019)。

<回収>

回答期限は2019年3月末日に設定し、期限日を過ぎて回答のない法人に対しては、再度の回答依頼等を行い、[表0]に示すとおり、最終的に2019年4月4日までに全9法人から回答を受け取ることができた。

[表0] 質問票の送付・回収概況

分類	大手	準大手	計
送付数	4	5	9
回答数	4	5	9
回収率	100%	100%	100%

注 分類は以下の通り、公認会計士・監査審査会(2018)の監査事務所の分類に基づく。

大手: 大手監査法人。上場国内会社を概ね100社以上被監査会社として有し、かつ常勤の監査実施者が1,000名以上いる監査法人。有限責任あずさ監査法人, EY 新日本有限責任監査法人, 有限責任監査法人トーマツ及びPwC あらた有限責任監査法人が該当する。

準大手: 準大手監査法人。大手監査法人に準ずる規模の監査法人。仰星監査法人, 三優監査法人, 太陽有限責任監査法人(2018年7月2日付で優成監査法人と合併), 東陽監査法人及びPwC 京都監査法人が該当する。

4. 調査の結果

(1) 監査アシスタント活用の状況

質問(1)では、監査アシスタントの人数について尋ね、[表1]の回答が得られた。大手・準大手

の全ての法人が監査アシスタントを活用しており、集計した結果、大手で平均253.5人、準大手では平均で31.4人の監査アシスタントが監査補助業務に従事していることが分かった。

[表1] 監査アシスタントの人数

(単位: 人)

	大手	準大手	全体
合計	1,014.0	157.0	1,171.0
平均値	253.5	31.4	130.1
中央値	278.5	15.0	67.0
標準偏差	76.2	29.4	123.4
最大	327.0	67.0	327.0
最小	130.0	2.0	2.0

このデータをもとに、各監査法人に所属する公認会計士有資格者・試験合格者に対する監査アシスタ

ントの割合を算出し、[パネル1-a]にまとめた。監査法人の事業年度は10月開始が一般的であるこ

とを念頭に、2019年9月末日時点で公表されている、直近の「業務及び財産状況説明書」の「事務所の概況」で、有資格者・試験合格者数を確認した。大手は9.66%、準大手は16.92%と、準大手の方が高く、

法人毎にみると、大手ではいずれも10%前後であるのに対し、準大手では1.94%と低い法人もあれば、56.30%と高い法人もある。

[パネル1-a] 所属する公認会計士有資格者・試験合格者に対する監査アシスタントの割合

大手	a	9.44%
	b	8.32%
	c	10.16%
	d	12.77%
	大手全体	9.66%
準大手	e	4.05%
	f	1.94%
	g	26.69%
	h	4.37%
	i	56.30%
	準大手全体	16.92%
全体		10.22%

質問（2）では、監査アシスタントを活用する理由を尋ねた（複数回答可）。結果は、[表2]の通りである。大手・準大手の全ての法人において、選択肢 E「公認会計士有資格者・試験合格者を職業的専門家としての判断に集中させるため」が選択されており、また、選択肢 B「公認会計士有資格者・試験合格者の労働時間を減らすため」についても9法人中8法人が選択している。

選択肢 D「自動化が進むまでの間、自動化する予

定の業務を実施させるため」については、大手2法人が選択しており、今後、人手が不要になると想定される定型業務を監査アシスタントに実施させたいと考えていることが分かる。

選択肢 A「公認会計士試験合格者の採用実績人数が、希望を下回っているため」は、大手は0%であるのに対し、準大手では60%が選択しており、試験合格者の人員確保に課題を抱えていることが分かった。

[表2] 監査アシスタントを活用する理由（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	公認会計士試験合格者の採用実績人数が、希望を下回っているため	0	0.00%	3	60.00%	3	33.33%
B	公認会計士有資格者・試験合格者の労働時間を減らすため	3	75.00%	5	100.00%	8	88.89%
C	人件費を減らすため	1	25.00%	1	20.00%	2	22.22%
D	自動化が進むまでの間、自動化する予定の業務を実施させるため	2	50.00%	1	20.00%	3	33.33%
E	公認会計士有資格者・試験合格者を職業的専門家としての判断に集中させるため	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%
F	その他	0	0.00%	1	20.00%	1	11.11%
	合計	10		16		26	

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

有資格者・試験合格者を職業的専門家としての判断に集中させるための活用は、監査の品質の向上に資するものと期待される。一方、試験合格者の採用が芳しくない準大手の法人は、監査アシスタントを活用せざるを得ない状況にもあり、必ずしも業務の質を向上させるための活用であるとは言い切れない。よって、監査の品質にネガティブな影響を与えることを防ぐために、監査法人は品質管理の方針を定め、運用する必要もあるのではないかとと思われる。

(2) 職務分掌規程の整備・運用状況

そこで、質問(3)では、監査アシスタントの職務分掌規程の整備状況を尋ねた。[表3]に示した回答結果をみると、大手・準大手の44.44%が選択

肢B「ガイドランを設けている」を選択している。ガイドラインがどの程度の規定を設けているかは明らかとなっていないが、品質管理に有効なものであるのかについては疑問が残る結果となった。

大手では、選択肢A「詳細な規程を設けている」を2法人、選択肢B「ガイドランを設けている」を1法人が選択し、選択肢D「その他」を選択した1法人についても「明確に業務内容を定義している」と回答したことから、何らかの職務分掌規程は整備されていることが分かった。準大手では、2法人が、選択肢C「詳細な規程・ガイドラインは設けていない」を選択しており、職務分掌規程を定めることなく活用していることが示されている。

[表3] 監査アシスタントの職務分掌規程の整備状況（択一式）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	詳細な規程を設けている	2	50.00%	0	0.00%	2	22.22%
B	ガイドラインを設けている	1	25.00%	3	60.00%	4	44.44%
C	詳細な規程・ガイドラインは設けていない	0	0.00%	2	40.00%	2	22.22%
D	その他	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
	合計	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

質問(4)では、質問(3)の回答で選択肢A「詳細な規程を設けている」又は選択肢B「ガイドラインを設けている」を選択した法人に、運用状況について回答を求めた（複数回答可）。なお、質問(3)

で選択肢C「詳細な規程・ガイドラインは設けていない」と回答した場合は、「該当なし」を選択するように求めている。結果は、[表4]の通りである。

[表4] 監査アシスタントの職務分掌規程の運用状況（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率*	回答数	回答率*
A	監査チームの責任者に運用を徹底させている	1	25.00%	3	100.00%	4	57.14%
B	監査チームの主査に運用を徹底させている	0	0.00%	3	100.00%	3	42.86%
C	監査チームのスタッフ（公認会計士有資格者）に運用を徹底させている	0	0.00%	2	66.67%	2	28.57%
D	監査チームのスタッフ（公認会計士試験合格者）に運用を徹底させている	0	0.00%	2	66.67%	2	28.57%
E	その他	3	75.00%	1	33.33%	4	57.14%
	該当なし	0		2		2	
	合計	4		13		17	

*回答率の算出にあたっては、「該当なし」と回答した準大手の2法人については除外した。

大手では、1法人が選択肢A「監査チームの責任者に運用を徹底させている」を選択し、3法人が選択肢E「その他」を選択している。選択肢E「その他」について、具体的には「本部が全体運用を統括して

いる」、「監査アシスタント担当者との定例会議等を通じて運用している」、「役割と責任を明確化し、業務メニューを策定しており、その他の業務は主として主査に運用を徹底させている」といった回答が

付されていた。

準大手の回答をみても、職務分掌規程を整備している3法人はいずれも、選択肢A「監査チームの責任者に運用を徹底させている」を選択しており、法人レベルで運用を徹底している。また、選択肢C「監査チームのスタッフ（公認会計士有資格者）に運用を徹底させている」、選択肢D「監査チームのスタッフ（公認会計士試験合格者）に運用を徹底させている」についても2法人が選択しており、選択しなかった1法人は、選択肢E「その他」にて「監査アシスタントの管理担当者が、アサイン管理、監

査チーム（使用側）のモニタリング、アシスタントのモニタリングを実施している」と回答していることから、個別の監査業務レベルにおいても、運用が徹底されているといえる。

（3）期待する役割

質問（5）では、監査アシスタントを監査補助業務従事3年未満の者と3年超の者と区分し、それぞれに期待する役割について尋ねた（複数回答可）。回答を集計したものが、[表5-1]及び[表5-2]である。

[表5-1] 3年未満の監査アシスタントに期待する役割（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	監査計画の立案	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
B	重要な監査領域の監査手続の実施	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
C	他の監査業務従事者（監査スタッフ・監査アシスタント）が実施した監査手続の査閲	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
D	低リスクの監査領域の監査手続の実施	3	75.00%	3	60.00%	6	66.67%
E	監査におけるデータ処理・分析の実施	4	100.00%	3	60.00%	7	77.78%
F	残高確認状の発送及び受取	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%
G	監査調書の整理	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%
H	その他（上記A～G以外）の監査補助業務	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
I	監査補助業務（上記A～H）以外の業務（バックオフィス業務等）	1	25.00%	2	40.00%	3	33.33%
合計		16		18		34	

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

[表5-2] 3年超の監査アシスタントに期待する役割（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	監査計画の立案	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
B	重要な監査領域の監査手続の実施	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
C	他の監査業務従事者（監査スタッフ・監査アシスタント）が実施した監査手続の査閲	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
D	低リスクの監査領域の監査手続の実施	3	75.00%	4	80.00%	7	77.78%
E	監査におけるデータ処理・分析の実施	4	100.00%	4	80.00%	8	88.89%
F	残高確認状の発送及び受取	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%
G	監査調書の整理	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%
H	その他（上記A～G以外）の監査補助業務	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
I	監査補助業務（上記A～H）以外の業務（バックオフィス業務等）	1	25.00%	1	20.00%	2	22.22%
合計		16		19		35	

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

これらの回答結果によれば、大手と準大手で、監査アシスタントに期待する役割に大きな違いは見られなかった。また、業務従事期間が3年未満か3年超かで、期待する役割はほとんど変化しないことが分かった。

職業的専門家としての判断の占める割合が高い業務である選択肢A「監査計画の立案」、選択肢B「重要な監査領域の監査手続の実施」、及び選択肢C「他の監査業務従事者（監査スタッフ・監査アシスタント）が実施した監査手続の査閲」は、大手・準大手の全ての法人が選択していない。これは、質問（2）で、「公認会計士有資格者・試験合格者を職業的専門家としての判断に集中させるため」に監査アシスタントを活用しているとした結果と整合している。

選択肢F「残高確認状の発送及び受取」、選択肢G「監査調書の整理」は、大手・準大手の全ての法人が監査アシスタントの役割として期待しており、次いで選択肢E「監査におけるデータ処理・分析の実施」が多く選択されている。

選択肢D「低リスクの監査手続の実施」についても、選択している法人は少なくない。回答に付されていた説明には、「クライアント往査時の荷物の準備」や「他社事例の収集」なども挙げられていた。

ここで気になる点は、選択肢D「低リスクの監査領域の監査手続の実施」を選択した大手の1法人が、「但し、いずれも監査調書へのサインは行わない」とコメントしていた点である。監査基準委員会報告書230「監査調書」（日本公認会計士協会、2019）には、「8. 監査人は、実施した監査手続の種類、時期及び範囲の文書化において、以下の事項を記録

しなければならない。（1）手続を実施した項目又は対象を識別するための特性（2）監査手続を実施した者及びその完了日（3）査閲をした者、査閲日及び査閲の対象」（下線は筆者）とある。これに従うならば、監査アシスタントが実施した手続には、監査アシスタントのサインが残されるべきであるが、監査調書上には有資格者・試験合格者など別の者が実施したかのようにサインするという実務が行われているとも言われている。

こうした実務は、品質管理上の問題が生じた場合に、外部レビューで指摘されないように備えているのではないかという疑念が生じる。さらに、実施者と別の者の名前が監査調書に残されるのであれば、職務分掌規程を遵守しているかについて、監査法人として適切なモニタリングをすることも困難となり、監査チームの状況次第では、重要な監査手続を監査アシスタントに任せてしまう可能性も否定できないであろう。

（4）育成状況

監査アシスタントの役割の中には、「低リスクの監査手続の実施」等、会計・監査に関する専門的知識を要するものがあるため、監査アシスタントの育成が不可欠であろう。監査アシスタントの役割と公認会計士試験合格者で入所一年目のスタッフ（以下、J1）の実施する業務と重複する箇所があるため、質問（6）では、J1の必須研修を監査アシスタント1年目の者にも必須として課しているかどうかについて尋ねた。

[表6] J1研修を従事1年目の監査アシスタントに課しているか（択一式）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	J1の必須研修の全てを、1年目の監査アシスタントに受講させている	0	0.00%	2	40.00%	2	22.22%
B	J1の必須研修の一部を、1年目の監査アシスタントに受講させている	3	75.00%	2	40.00%	5	55.56%
C	J1の必須研修は、1年目の監査アシスタントには全く受講させていない	0	0.00%	1	20.00%	1	11.11%
合計		3	75.00%	5	100.00%	8	88.89%

n=8 （大手の1法人は、「該当なし」と回答）

回答結果をみると、[表6]の通り、選択肢B「J1研修の一部を、1年目の監査アシスタントに受講させている」が大手・準大手の合計で過半数を占めている。

そこで、質問（7）では、質問（6）において、

選択肢B「J1の必須研修の一部を監査アシスタントに受講させている」を選択した法人に、その内容について自由記入形式で尋ねた。回答は、[表7]のとおりである。

[表7] 監査アシスタントに課しているJ1研修の内容

	大手	準大手
管理目的	<ul style="list-style-type: none"> ・コンプライアンス研修 ・独立性研修 ・インサイダー研修 ・情報セキュリティ研修 	<ul style="list-style-type: none"> ・情報セキュリティ研修
育成目的	<ul style="list-style-type: none"> ・監査ツール研修 ・監査の基礎知識 	<ul style="list-style-type: none"> ・監査調書作成基礎

質問（8）は、J1研修と別で、1年目の監査アシスタントに対して実施している研修について質問した（複数回答可）。選択肢は、データ処理・分析関連（AからC）、簿記関連（BからF）、監査関連（GからK）として設定した。簿記の知識は、「監査に

おけるデータ処理・分析の実施」の際、取り扱うデータがいかなるものなのかを理解するために、監査の基礎知識は「低リスクの監査領域の監査手続の実施」に必要と考えた。回答結果について、必須研修を[表8-1]、任意研修を[表8-2]にまとめている。

[表8-1] 従事1年目の監査アシスタント用の必須研修（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	電子監査調書システムの研修	3	75.00%	3	60.00%	6	66.67%
B	データ処理・分析（Microsoft Office Excel等）の研修	3	75.00%	4	80.00%	7	77.78%
C	監査ツール（Microsoft office Excelで作成されたテンプレート等）の研修	2	50.00%	2	40.00%	4	44.44%
D	簿記（日商簿記検定3級レベル）の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
E	簿記（日商簿記検定2級レベル）の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
F	簿記（日商簿記検定1級レベル）の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
G	貴監査法人（グローバルファーム）の監査マニュアルの研修	3	75.00%	2	40.00%	5	55.56%
H	監査基準の研修	1	25.00%	2	40.00%	3	33.33%
I	監査基準委員会報告書の研修	0	0.00%	1	20.00%	1	11.11%
J	監査・保証実務委員会報告書の研修	0	0.00%	1	20.00%	1	11.11%
K	専門業務実務指針の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
L	その他	1	25.00%	1	20.00%	2	22.22%
	該当なし	1	25.00%	1	20.00%	2	22.22%
	合計	14		17		31	

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

[表8-2] 従事1年目の監査アシスタント用の任意研修（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	電子監査調査システムの研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
B	データ処理・分析（Microsoft Office Excel等）の研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
C	監査ツール（Microsoft office Excelで作成されたテンプレート等）の研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
D	簿記（日商簿記検定3級レベル）の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
E	簿記（日商簿記検定2級レベル）の研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
F	簿記（日商簿記検定1級レベル）の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
G	貴監査法人（グローバルファーム）の監査マニュアルの研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
H	監査基準の研修	2	50.00%	0	0.00%	2	22.22%
I	監査基準委員会報告書の研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
J	監査・保証実務委員会報告書の研修	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
K	専門業務実務指針の研修	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
L	その他	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
	該当なし	0	0.00%	3	60.00%	3	33.33%
	合計	10		3		13	

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

[表8-1]をみると、簿記関連の必須研修の実施は、大手・準大手とも0%と、一切なされていない。ただし、「簿記3級は入所前に取得を推奨している資格である」とコメントを付している法人や、「経理実務の研修」や「会計の基礎」についての研修を実施しているとコメントしている法人はあった。

監査関連では、大手の4法人のうち3法人が選択肢G「監査法人（グローバルファーム）の監査マニュアルの研修」を必須研修として実施しており、選択肢H「監査基準の研修」を実施しているのは1法人のみである。

[表8-2]をみると、準大手では、監査アシスタントが任意で受講できる研修は設けられていない。ここで、質問（6）から（8）の回答を踏まえて、

監査関連の区分の必須研修の実施状況を把握するため、[パネル8-a]を作成した。

質問（6）で選択肢A「J1の必須研修の全てを、1年目の監査アシスタントに受講させている」を選択した法人については、監査関連の研修は実施されているものとして整理した。また、質問（7）で1年目の監査アシスタントに実施させているJ1用の研修について具体的に回答を挙げた法人については、その内容から判断した。質問（8）の監査アシスタント用研修からは、選択された回答及び回答に付されていたコメントから実施状況を判断した。

[パネル8-a]に見られるように、大手・準大手の全ての法人は、監査関連の必須研修を少なくとも何らかの形で実施していることが分かる。

[パネル8-a] 監査関連の必須研修の実施状況

	J1（入所1年目の監査スタッフ）用研修 質問（6）		質問（7）		監査アシスタント用研修 質問（8）	実施状況
大手	a	-	-		選択肢G（法人・ファームの監査マニュアル） 選択肢H（監査基準）	○
	b	-	「監査ツール」		「監査論の基礎」	○
	c	-	-		選択肢G（法人・ファームの監査マニュアル）	○
	d	-	「監査の基礎知識」		選択肢G（法人・ファームの監査マニュアル）	○
準大手	e	選択肢A（J1研修の全て）	-		-	○
	f	-	「監査調書作成基礎」		選択肢H（監査基準） 選択肢I（監査基準委員会報告書） 選択肢J（監査・実務保証委員会報告書）	○
	g	-	-		選択肢G（法人・ファームの監査マニュアル） 選択肢H（監査基準）	○
	h	選択肢A（J1研修の全て）	-		-	○
	i	-	-		選択肢G（法人・ファームの監査マニュアル） 「職業的懐疑心、取引記録の監査手続、確認状」	○

質問（9）では、実施した研修に対して習熟度を 答結果を [表9] にまとめた。
確認するテストを実施しているかについて尋ね、回

[表9] 確認テストの実施状況（択一式）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	確認テストを毎回実施している	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
B	確認テストを実施するときもある	2	50.00%	3	60.00%	5	55.56%
C	確認テストは全く実施していない	2	50.00%	2	40.00%	4	44.44%
	合計	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

選択肢 A「確認テストを毎回実施している」と回答した法人は、大手・準大手ともに0%であり、選択肢 C「確認テストは全く実施していない」を、大手2法人、準大手2法人が選択している。研修後の習熟度の確認は十分にはなされていないようである。

さらに、法人外部で学習機会を提供していることも考えられるため、質問（10）では、監査アシスタントに対する資格取得支援制度について尋ねた（複数回答可）。本調査における資格取得支援制度は、

資格取得のための法人外の講座の受講料補助や、資格試験の受験料を法人が負担する制度として説明している。

回答結果は [表10] に示すとおりである。準大手では、選択肢 D「その他」を選択した法人が60%あり、具体的には、「財務報告実務検定」、「TOEIC®」、「CISA®」等が挙げられていた。また、公認会計士や U.S. CPA の資格試験について、合格時に費用の一部補填をする形で支援しているという法人もあった。

[表10] 監査アシスタントに対する資格取得支援制度（複数回答可）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	Microsoft Office Excelなど データ処理・分析の資格	2	50.00%	0	0.00%	2	22.22%
B	日商簿記検定	1	25.00%	2	40.00%	3	33.33%
C	ビジネス会計検定	1	25.00%	1	20.00%	2	22.22%
D	その他	0	0.00%	3	60.00%	3	33.33%
	該当なし	2	50.00%	2	40.00%	4	44.44%
合計		6		8		14	

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

質問（11）では、会計専門職大学院等の進学費用 とめた。
の負担制度について尋ね、回答結果を [表 11] にま

[表11] 監査アシスタントに対する進学費用負担制度（択一式）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	制度がある	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
B	制度はない	4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%
合計		4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

簿記の必須研修を実施している法人がなかったことから、任意研修や資格支援制度等で簿記の学習機会を与えていることが望ましい。そこで、質問（8）、（10）、（11）から、[パネル8-b]を作成したところ、学習機会を提供しているのは、9法人中4法

人であった。残りの5法人は、監査アシスタントに簿記の学習経験がなく、業務上の必要性から体系的に学習したい場合であっても、個人的に学習するほかないように見受けられる。

[パネル8-b] 簿記の学習機会の提供状況

		研修の実施 (8)	資格取得支援制度 (10)	通学費用負担制度 (11)	学習機会
大手	a	-	-	-	-
	b	-	-	-	-
	c	○（任意研修）	-	-	○
	d	-	○	-	○
準大手	e	-	-	-	-
	f	-	-	-	-
	g	-	○	-	○
	h	-	○	-	○
	i	-	-	-	-

(5) 監査手続実施目的の説明状況
 質問(12)では、公認会計士有資格者・試験合格者が監査アシスタントに指示を出す際に、作業手順

だけではなく実施目的についても説明するように法人として指導しているのかについて尋ねた。結果は、[表12]の通りである。

[表12] 監査手続実施の目的の説明の指導状況（択一式）

記号	選択肢	大手		準大手		合計	
		回答数	回答率	回答数	回答率	回答数	回答率
A	指示を出す際には、毎回必ず説明するように指導している	3	75.00%	3	60.00%	6	66.67%
B	監査手続の重要性が高い場合に、説明するよう指導している	0	0.00%	2	40.00%	2	22.22%
C	説明することについて、特に指導していない	1	25.00%	0	0.00%	1	11.11%
D	その他	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
合計		4	100.00%	5	100.00%	9	100.00%

*回答率は、いずれも、回答者全体に占める割合である。

(6) 監査アシスタント活用の効果・影響
 質問(13)では、監査業務の品質という観点で、現時点において、監査アシスタントの活用がどのような効果・影響を及ぼしていると考えているか、ま

た将来的にどのような効果・影響が見込まれると考えているかについて、自由記入によって、具体的な回答を求めた。

[表13] 監査アシスタント活用の効果・影響

大手	<p>会計士をいわゆる本来業務に集中させることによって監査業務の品質維持・向上を期待している。 また将来的には、今後進むであろうAI化移行を支援する効果が見込まれる。</p> <p>監査アシスタントの活用により、有資格者が専門性の高い領域に特化できる状況へシフトしつつある。今後、監査アシスタントの人数を増加させるとともに、監査アシスタントの手続領域拡張を企図している。これにより、監査時間に占める監査アシスタントの時間割合を増加させ、有資格者がより難易度の高い業務に集中できるようにすることで、監査品質の向上、一人当たり労働時間の低減の効果が見込まれる。</p> <p>リスクに応じたリソースの配分を可能としている。将来的には、業務の標準化及び効率化の影響があり、RPAやAIの展開につながると考えられる。現在は入力補助などの作業であるが、将来的にはテクノロジーツールを活用できる人材に育成したいと考える。</p>
	<p>単純作業をアシスタントに担当させることで、有資格者はより判断業務に集中することができる。これにより、監査業務の品質レベルも向上することを期待している。</p> <p>単純作業で監査アシスタントを活用することにより、有資格者が別の重要な場面に時間を費やすことが可能となるため、監査業務の品質という観点で有用と考えている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 専門職員がある程度、雑務から解放され労働負荷の軽減が図られている ・ エクセル等のスキルの高いアシスタントの採用により、作業効率が上がる。 <p>より高度な判断業務に専門職員が時間をさけるようになり、監査の品質も向上すると期待される。</p> <p>監査アシスタントが監査手続の補助業務を実施することで資格者が高リスクの監査手続の実施や会計処理や判断業務に専念できるという効果・影響が見込まれると考えている。</p>
準大手	<p>・ 専門職員がある程度、雑務から解放され労働負荷の軽減が図られている</p> <p>・ エクセル等のスキルの高いアシスタントの採用により、作業効率が上がる。</p> <p>より高度な判断業務に専門職員が時間をさけるようになり、監査の品質も向上すると期待される。</p> <p>監査アシスタントが監査手続の補助業務を実施することで資格者が高リスクの監査手続の実施や会計処理や判断業務に専念できるという効果・影響が見込まれると考えている。</p>

5. 開示情報

大手・準大手の監査法人が公表している「監査品質に関する報告書」等の名称の報告書においては、各法人の監査法人のガバナンス・コードの遵守状況についての記載がある。

コードにおいては、以下のような指針が示されている。

「4-2. 監査法人は、法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるために、法人における人材育成、人事管理・評価及び報酬に係る方針を策定し、運用すべきである。その際には、法人の構成員が職業的懐疑心を適正に発揮したかが十分に評価されるべきである。」（下線は筆者）

本調査の質問（1）の回答結果によると、大手・準大手の全ての法人が監査アシスタントを活用しているため、指針4-2を対応済みとするのであれば、報告書に記載されているコードへの対応状況において、構成員の一員である監査アシスタントに関する人材育成、人事管理に係る方針についても記載されていることが望ましい。

そこで、前節までに説明してきた本研究の質問票調査の結果を、監査法人の公表資料である「監査品質に関する報告書」等における開示情報を検討することによって補足することとした。具体的には、本研究の調査対象とした大手・準大手の各監査法人について、質問票調査の実施時期において回答の対象となった実態を基に作成・公表されていると考えられる2018年度の報告書において、監査アシスタントに関する情報がどのように記載されているかについて確認することとした。

公表情報であることから、以下は、法人名を記載して論じていくこととしたい。

まず、人材育成についてであるが、EY 新日本有限監査法人では、「監査アシスタントに所定の研修を

受講させた後に業務を実施させる」とだけ記載され、具体的内容は記載されていなかった。有限責任監査法人トーマツでは、「各分野の専門家向けに監査スキルの研修機会を提供している」ということのみ述べられており、監査アシスタントが専門家に含まれるのかは不明瞭である。その他の監査法人では、監査アシスタントの研修についての説明は見当たらなかった。このように、報告書では、監査アシスタントの研修の内容や実施時間について、ほとんど開示はなされていないことが指摘できる。

次に、人事管理については、監査アシスタントの担当する業務が記載されているかを確認した。結果は、[表 14] の通りである。大手では、全ての法人が記載しており、有限責任あずさ監査法人、有限責任監査法人トーマツ、PwC あらた有限責任監査法人の3法人は、監査アシスタントを2通りの方法で活用していることが書かれていた。1つは、定型的な業務を集中的に実施するセンター業務であり、もう1つは、派遣・配属された監査現場にて監査チームをサポートする業務である。他方、準大手では、監査アシスタントの業務に関する記述が一切見当たらず、開示情報からは監査アシスタントが監査補助業務に従事しているという事実自体を識別することができなかった。

さらに、翌年度における変化を把握するため、2019年度の大手・準大手の「監査品質に関する報告書」等における開示状況を確認した。

結果として、2019年度の報告書における監査アシスタントに関する情報の開示状況は、2018年とほとんど変化がなかった。開示状況に変化がないことは、必ずしも、監査アシスタントの活用状況に変化がないことを意味するわけではない。しかしながら、少なくとも、監査アシスタントの開示について、各監査法人が重要性をあまり認識していないように見受けられるということは指摘できるであろう。

[表14] 2018年度の報告書における監査アシスタントの業務

	有限責任あずさ監査法人 「AZSA Quality 2018」	PwCあらた有限責任監査法人 「監査品質に関する報告書2018」	EY新日本有限責任監査法人 「監査品質に関する報告書2018」	有限責任監査法人トーマツ 「監査品質に関する報告書2018」
センター業務	【あずさデリバリーセンター (ADC)】	【テクニカル・コンピテンシー・センター (TCC)】		【トーマツ監査イノベーション&デリバリーセンター (AIDC)】
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 監査契約書のドラフト作成や確認状の発送、回収 ・ 海外子会社の監査人へ送付する監査指示書の作成補助等 (有価証券報告書の記載内容の確認の活用の可能性も検討中)	<ul style="list-style-type: none"> ・ AAが実施する監査補助業務のうち、監査現場で実施する必要のない業務を標準化し集中的に実施する 		<ul style="list-style-type: none"> ・ 「各監査現場で実施されている手続において、監査先企業ごとの個別対応が必要とされない基礎的な入力、チェック業務や機械的な作業を標準化し、AIDCに集約する」(注)
監査チームのサポート業務	【各監査事業部に派遣されるADCスタッフ】	【監査チームに配属されるオーディットアシスタント (AA)】	【監査アシスタント】	【監査業務を監査現場でサポートする専門職種】
	<ul style="list-style-type: none"> ・ データの抽出や加工等の業務の請負 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 分析表の作成 ・ 監査調書の作成 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事務所の内外で監査の周辺業務(どの監査チームでも発生するような庶務業務) 	

(注)AIDCの業務内容については、「監査業務の変革と働き方改革の促進を目指す、業務集中化拠点『トーマツ監査イノベーション&デリバリーセンター(AIDC)』」,
(<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/audit/articles/ai/audit-innovation-aidc.html>)から引用した。

6. むすびにかえて

監査アシスタントは、わが国監査法人に必要不可欠で、重要な担い手となっている。その活用で、公認会計士有資格者・試験合格者を職業的専門家としての判断に集中させることを可能とする一方、監査の品質の観点から各監査法人には適切な管理が求められている。

しかし、本調査では、監査アシスタントの職務分掌規程を整備していない法人や、整備していてもガイドラインに過ぎない法人が存在することから、適切に管理されているとは言い難い状況が明らかとなった。

また、低リスクの監査領域の監査手続等の実施には、監査アシスタントに専門知識を習得させる必要があるはずであるが、そのための育成状況は、現状として不十分である。簿記の知識習得のための学習機会を与えていない法人の方が多いことに加えて、監査関連の研修はどの法人も実施しているものの、研修後の確認テストは十分ではない。監査法人が監査アシスタントの知識水準を把握した上で、適切な業務を割り振ることが出来ているのかについては、疑問が残る。

監査アシスタントの活用には、以上のように監査の品質を低下させる可能性もあると考えられるが、本調査の回答において、大手・準大手ともネガティブな影響については一切言及していない。ネガティブな影響を認識しているのか否かは不明であるが、認識していたとしても、監査アシスタントの品質に関する問題意識自体が低く、活用方法を見直す必要性に迫られていないのかもしれない。

前述の5.において検討したように、本研究では質

問票調査に加えて、各監査法人が公表している「監査品質に関する報告書」等における開示情報を対象として調査を行った。そうした報告書による開示は、まだ緒に就いたばかりであり、監査アシスタントに関しても十分な内容を提供しているとは言い難い。

開示情報の充実の方策には、様々なものが考えられる。例えば、田村(2018a; 2018b; 2018c)は、「監査法人の人員事情開示は、監査品質に影響する一定の要因を外部の利害関係者に対し、情報提供するものである。」として、監査法人の人員情報について、職階ごとの期中増加・期末減少を含む開示の拡充案を提案している。その中で、有資格者とそれ以外の人数について、その数値を監査法人の方針と共に開示することについても言及しており、非合格者に比較的単純な業務を委ねることでコスト削減を図ることは、監査法人の経営戦略の一つであることから、企業などに対してプラスの方向にアピールできる可能性があると論じている。こうした提案がどこまで実施可能かは別として、各監査法人が開示を充実させていくことについては、検討の余地があるように思われる。

今後、監査アシスタントの活用は監査法人の経営戦略の一部として、多様な展開がなされていくであろう。そうした中で、監査品質に関する他の開示情報と同様に、監査アシスタントの活用状況についても開示が求められるようになれば、監査アシスタントの存在が社会に認識され、監査法人が監査アシスタントの活用を見直すきっかけの一つとなり、ひいては監査法人の監査の品質の向上に貢献するのではないかと期待される。

<参考文献>

Public Company Accounting Oversight Board [PCAOB] (2015), *Concept Release: Audit Quality Indicators*, PCAOB Release No.2015-005, July 1.

監査人・監査報酬問題研究会(2019),「2019年版 上場企業 監査人・監査報酬実態調査報告書」, 3月31日。

金融庁(2017), 監査法人のガバナンス・コードに関する有識者検討会「監査法人の組織的な運営に関する原則(監査法人のガバナンス・コード)」, 3月31日。

公認会計士・監査審査会(2018),「平成30年版モニタリングレポート」, 7月31日。

田村 威文(2018a),「監査法人改革『人』をどう見せるか——第1回 開示の現状と拡充案」『企業会計』第70巻第3号, 298-300頁。

——(2018b),「監査法人改革『人』をどう見せるか——第2回 人員情報開示がもたらす影響」『企業会計』第70巻第4号, 442-444頁。

——(2018c),「監査法人改革『人』をどう見せるか——第3回 常勤者・有資格者だけなのか?」『企業会計』第70巻第5号, 584-586頁。

日本公認会計士協会(2018), 監査事務所情報開示検討プロジェクトチーム「監査品質の指標(AQI)に関する

研究報告」, 11月21日。

日本公認会計士協会(2019), 監査基準委員会報告書200「財務諸表監査における総括的な目的」, 6月12日。

日本公認会計士協会(2019), 監査基準委員会報告書230「監査調書」, 6月12日。

林 隆敏・田村威文・柴谷哲郎(2019), 「第27章 監査事務所の人事に関する意識調査」, 町田祥弘編著『監査の品質に関する研究』同文館出版, 435-458頁。

—資料—

EY 新日本有限責任監査法人(2018), 「監査品質に関する報告書2018」, 11月16日。

EY 新日本有限責任監査法人(2019), 「監査品質に関する報告書2019」, 11月1日。

EY 新日本有限責任監査法人(2019), 「第20期業務及び財産の状況に関する説明書」, 9月6日。

PwC あらた有限責任監査法人(2018), 「監査品質に関する報告書2018」。

PwC あらた有限責任監査法人(2019), 「監査品質に関する報告書2019」。

PwC あらた有限責任監査法人(2019), 「業務及び財産の状況に関する説明書類第14期会計年度」, 9月13日。

PwC 京都監査法人(2018), 「監査品質に関する報告書2018」, 11月30日。

PwC 京都監査法人(2019), 「監査品質に関する報告書2019」, 11月29日。

PwC 京都監査法人(2019), 「業務及び財産の状況に関する説明書類第14期」, 9月17日。

仰星監査法人(2018), 「QUALITY REPORT 2018 監査品質に関する報告書」。

仰星監査法人(2019), 「QUALITY REPORT 2019 監査品質に関する報告書」。

仰星監査法人(2019), 「業務及び財産の状況に関する説明書類第30期」, 8月29日。

三優監査法人(2018), 「2019 REPORT 監査品質向上への取り組み」, 11月9日。

三優監査法人(2019), 「2019 REPORT 監査品質向上への取り組み」, 11月25日。

三優監査法人(2019), 「業務及び財産の状況に関する説明書類第33期」, 8月30日。

太陽有限責任監査法人(2018), 「監査品質の向上への取組み2019」, 12月14日。

太陽有限責任監査法人(2019), 「監査品質の向上への取組み2019」, 11月29日。

太陽有限責任監査法人(2019), 「業務及び財産の状況に関する説明書類第49期」, 9月17日。

デロイトトーマツ, 「監査業務の変革と働き方改革の促進を目指す、業務集中化拠点『トーマツ監査イノベーション&デリバリーセンター(AIDC)』」, 2020年3月1日参照。

(<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/audit/articles/ai/audit-innovation-aidc.html>)。

東陽監査法人(2018), 「2018 Transparency Report」, 10月。

東陽監査法人(2019), 「2019 Transparency Report」, 10月。

東陽監査法人(2019), 「第49期業務及び財産の状況に関する説明書類」, 8月31日。

有限責任あずさ監査法人(2018), 「AZSA Quality 2018」, 10月1日。

有限責任あずさ監査法人(2019), 「AZSA Quality 2019」, 10月31日。

有限責任あずさ監査法人(2019), 「第35期業務及び財産状況説明書」, 9月11日。

有限責任監査法人トーマツ(2018), 「監査品質に関する報告書2018」, 11月16日。

有限責任監査法人トーマツ(2019), 「監査品質に関する報告書2019」, 11月18日。

有限責任監査法人トーマツ(2019), 「業務及び財産の状況に関する説明書類第52期」, 8月5日。



大箸 祐太(東京大学 経済学部 経営学科 4年)

1. 論文の目的と構成

本論文の目的は、企業がバッド・ニュースを開示したとき、SNSを用いてどのような拡散戦略を取るか、そしてその株価反応への影響を検証し、ディスクロージャーを効果的にするためのSNSの活用について提言することである。

近年、多くの企業において、開示した情報を拡散する傾向が見られる。例えば、コーポレート・サイトでの公開といった企業内で完結するもの、プレス・リリースや証券会社の仲介など第三者の媒介によるものが挙げられる(Frankel et al., 1999)。SNSなどのコミュニケーション・ツールの発達に伴い、企業もビジネス・ツールとしてそれらを活用している。特にSNSは、ユーザー自身で情報の発信・受信を制御でき、相互作用的にコミュニケーションをとる点など従来のメディアとは異なり、企業の開示戦略の一環として情報を広めるための重要なチャネルとなっている(Agarwal et al., 2019)。また、投資家もますますSNSを使用して会社情報を取得し、個人投資家も機関投資家もSNSを利用して投資活動を行っている(Elliott et al., 2018)。

海外では、そうした企業のSNSの活用と市場の関係について研究が行われている。Jung et al. (2018)は、企業がSNSを用いて戦略的に情報拡散を行なっていることを示し、それが消費者のネガティブな価格反応を抑制すること、情報の非対称性を減少させること、資本コストを減少させることが実証研究において示されている(Albarrak et al., 2020; Blankespoor et al., 2014; Lee et al., 2015)。これらの先行研究は、SNSによる開示情報の拡散が情報内容を有し、企業にベネフィットをもたらすことを示唆している。

一方、日本では、開示情報のSNSでの拡散行動やその効果を調査対象とする研究はほとんど見られない。本論文では、2015年度から2019年度の東証1部・2部・マザーズ上場企業を対象とし、(1)バッド・ニュースの開示とSNSを用いた拡散の程度の関係、そして(2)SNSを用いた拡散がバッド・ニュースの開示に伴う株価反応に与える影響を検証する。

分析の結果、(1)企業はバッド・ニュースを拡

散しない傾向がある、(2)バッド・ニュースのSNSでの拡散は、バッド・ニュースの開示に伴う株価反応を抑制する、という分析結果が得られた。

本論文の貢献は、企業のバッド・ニュースの拡散行動と、その株価反応への影響を日本企業を対象に調査した数少ない研究である点である。Jung et al.

(2018)を参考にしつつ、日本の開示制度に合わせてワード・リストの設定や、変数・モデルの調整を行なった。

本論文の構成は次の通りである。第2章において、先行研究を概観し、仮説の設定を行う。第3章ではリサーチ・デザインを説明する。第4章ではサンプルの選択と記述統計量を示す。第5章では分析の結果を提示し、考察を行う。第6章では、これまでの要約と今後の展望について記述する。第7章では、結果を踏まえた提言を行う。

2. 先行研究と仮説の設定

2.1 バッド・ニュースの開示

バッド・ニュースとは、企業価値、企業の将来キャッシュ・フローの割引現在価値の低下をもたらすような情報のことであり、グッド・ニュースはその反対である。先行研究では、グッド・ニュースとバッド・ニュースの非対称的な開示行動(グッド・ニュースと比較しバッド・ニュースを自発的に開示するか)について相反する結果が報告されている。Skinner (1994)は、グッド・ニュースを開示する場合と比較して、バッド・ニュースを事前に開示することが多いことを示し、業績が悪くネガティブな株価反応が予想されるとき、経営者は株主からの訴訟を避けるため、バッド・ニュースの開示を自発的に行うインセンティブをもつことを示唆している。また、Soffer et al. (2000)は、経営者は、決算発表日以前にグッド・ニュースを一部のみ開示するのに対し、バッド・ニュースを全て開示する傾向があることを示し、経営者は市場のネガティブ・サプライズを避けるために事前に情報開示を行うインセンティブを持つとしている。一方、Kothari et al. (2009)は、配当方針の変更や経営者の収益予測の発表において、バッド・ニュースと比較してグッド・

ニュースはその大部分が事前に株価に織り込まれ、バッド・ニュースに対する株価反応がグッド・ニュースに対する株価反応より非対称に大きいことから、経営者はバッド・ニュースの開示を保留する傾向があることを示唆し、経営者は、自身のキャリアへの影響や報酬の減少、悪いニュースの開示に続く株価の下落などを避けるために、バッド・ニュースの開示を保留するインセンティブを持つと説明している。

2.2 SNSによるバッド・ニュースの拡散

「拡散 (dissemination)」とは、企業が自主的あるいは強制的に開示している情報を特定のコミュニケーション・チャンネルを利用して発信する行動と定義される (Jung et al., 2018)。したがって「拡散」は、IR情報を開示した後の、より多くの投資家に情報を認知させるプロセスであり、開示とは切り離して考えられる。従来から、情報の拡散にはプレス・リリースや株式調査データベース、証券会社の仲介などが使われているが (Frankel et al., 1999)、近年ではTwitterやFacebookなどのインタラクティブなSNSの活用も増えている。知名度の高い企業にフォーカスする傾向があるプレスなどの従来の拡散媒体と比較し、TwitterやFacebookなどを活用した拡散には、相互作用的、直接の拡散、プッシュ・テクノロジー、時間の操作可能性・タイムリーさ、複数回数の発信・拡散性、限られた文字数・メッセージの明確さ、情報検索・アクセスの容易さといった、投資情報の発信に適するとされる特徴がある (Albarrak et al., 2020; Bartov et al., 2018; Lee et al., 2015; Miller, 2006)。このような特徴から、現在多くの企業がSNSをIR情報の拡散ツールとして活用している。特に、プレス・リリースなどへのリンクを投稿してから、要約情報を強調した追加の投稿をするなど、補完的なメディアとしての使用が多い (Blankespoor et al., 2014)。

Blankespoor et al. (2014) は、SNSを早い段階で導入していると思われるIT企業を対象とし、IR情報の拡散におけるSNSの活用と情報の非対称性の関係について分析を行った。流動性 (ビッド・アスク・スプレッドと市場の厚み) を情報の非対称性の代理変数として分析を行った結果、両者には有意に負の関係があることを示した。この結果は、SNSによるIR情報の拡散には情報の非対称性を減少させる効果があることを示唆している。またAlbarrak et al. (2020) は、Twitterを用いた財務情報の拡散が資本コストに与える影響を示した実証研究である。企業固有の要因をコントロールした上で分析を行い、Twitterを用いた財務情報の拡散と資本コストとの

間には強い負の関係があることを示した。さらに、ニュースの大きさ、またはグッド・ニュース、バッド・ニュースにかかわらず、Twitterを用いた財務情報の拡散と資本コストとの間には負の関係があることを示し、Twitterを用いた財務情報の拡散は、その情報がバッド・ニュースであっても企業にベネフィットをもたらすことを示唆している。

一方、先行研究では、SNSの使用が企業に悪影響をもたらす可能性があることも指摘されている。Bartov et al. (2018) は、虚偽のツイートにより、2013年1月の2日間で米国企業のAudience Inc.の株価が28%、Sarepta Therapeutics, Inc.の株価が16%下落したことを例に挙げ、Twitterは匿名ユーザーによる無秩序なメディアであると述べている。また、Lee et al. (2015) は、SNSは、自由に意見を発信する場を提供する拡散性が高いメディアであるため、企業がバッド・ニュースを発信し、それがより多くの投資家に拡散されれば、企業の評判が損なわれる可能性があるほか、噂や誤報、否定的なツイートが大きく拡散される恐れもあることを指摘した。実際に否定的なツイートが広まるほど市場の否定的な価格反応が悪化することを示している。

次に、バッド・ニュースに対する企業の戦略的拡散についての先行研究をまとめる。Jung et al. (2018) は、S&P500構成銘柄を対象に、企業がTwitterを収益情報の拡散ツールとして戦略的に活用しているかを調査した実証研究である。企業の財務情報のSNSを用いた拡散について、(1) ニュースの方向性にかかわらず、一貫して財務情報を拡散する、(2) バッド・ニュースが与える負の影響を緩和するため、バッド・ニュースに対し、より積極的に拡散を行う、(3) 企業価値向上を期待し、グッド・ニュースのみを積極的に拡散する、という3つの可能性を提示した。分析を行った結果、グッド・ニュースの開示の際に、Twitterによる拡散を増やし、バッド・ニュースがあるときに減らすという結果から、(3) が支持され、企業がTwitterを用いて戦略的拡散を行なっていることを示している。

またLee et al. (2015) は、消費者向け製品のリコールに際し、SNSによる情報発信が資本市場に与える影響を調査し、(1) SNSによる発信はリコールに対する市場の否定的な価格反応を弱める、(2) その効果は投稿の頻度によって増減する、そして(3) 否定的なツイートが広まるほど市場の否定的な価格反応が悪化することを示した。TwitterなどのSNSでは、そのインタラクティブな特徴が故に、ユーザーが投稿した否定的な意見や感情、誤った情報が広まる可能性が高く、企業の自発的な情報発信

は、メッセージの明確化、誤解の修正といった点で、マイナスの価格反応を緩和する効果があると述べている。

以上の先行文献をまとめると、まず、企業のバッド・ニュースの開示行動については、相反する実証結果が報告されている。投資家からの訴訟やネガティブ・サプライズを避けるため、バッド・ニュースを自発的に開示するとするもの (Skinner, 1994; Soffer et al., 2000) , キャリアへの影響や報酬の減少、悪いニュースの開示に続く株価の下落などを避けるためにバッド・ニュースの開示を保留するとするものが挙げられる (Kothari et al., 2009) 。次に、Twitter などの SNS は、財務情報の拡散などに適する特徴を持ち、実際に資本コストなどの形で企業にベネフィットをもたらすが、一方で、そのインタラクティブさ、拡散性の高さゆえに企業に負の影響を与える可能性があることが示されている (Albarrak et al., 2020; Bartov et al., 2018; Blankespoor et al., 2014; Jung et al., 2018; Lee et al., 2015) 。その SNS を用いたバッド・ニュースの拡散行動についても一貫した経験的証拠は得られていない。グッド・ニュース、バッド・ニュースに関わらず、その拡散にはベネフィットがある一方で (Albarrak et al., 2020) , バッド・ニュースの与える負の影響を緩和するため、バッド・ニュースに対しより積極的に拡散を行う (Lee et al., 2015) , 企業価値向上を期待し、グッド・ニュースを積極的に拡散しバッド・ニュースの拡散を抑制する (Jung et al., 2018) , という相反する拡散行動が実証研究において示されている。

2.3 仮説の設定

先行研究をまとめると、企業のバッド・ニュースの拡散ポリシーには、3つの可能性が考えられる。1つ目は、ニュースの方向性にかかわらず、一貫して財務情報を拡散するというものである。Albarrak et al. (2020) は、ニュースの方向性にかかわらず、SNS を用いた拡散には資本コストを低下させる効果があり、企業にとってベネフィットをもたらすことを示している。2つ目は、企業価値を損なう可能性のあるバッド・ニュースを拡散しないというものである。Jung et al. (2018) は、企業は、開示情報が企業価値の向上が期待できる場合のみ拡散のインセンティブを持つことから、バッド・ニュースを開示した場合、グッド・ニュースの場合と比較して拡散の程度を弱めることを示している。また、経営者は自らのキャリアや報酬にネガティブな影響をもたらすバッド・ニュースに対し、その開示を保留するこ

とが指摘されており (Kothari et al., 2009) , 拡散の文脈においても、経営者は、バッド・ニュースを隠すために拡散を減らすインセンティブを持つ可能性があるとして予想される。3つ目は、バッド・ニュースの与える負の影響を緩和するため、バッド・ニュースをより積極的に拡散するというものである。Lee et al. (2015) は、消費者向け商品のリコールというネガティブな事象に対し、噂や誤報、否定的な意見の広まりなどがもたらす市場への負の影響を緩和するため、SNS を用いた拡散の度合いを強めることを示している。Skinner (1994) および Soffer et al.

(2000) は、決算発表におけるネガティブ・サプライズを避けるため、バッド・ニュースを自発的に開示することを示しており、拡散においても同様に、積極的に投資家への周知を行うと考えられる。したがって、バッド・ニュースの開示とその拡散については、相反する関係が理論的に予測されるため、以下のような複数の仮説を設定する。

H1a: 企業はバッド・ニュースを開示したとき、それを SNS を用いて拡散しない。

H1b: 企業はバッド・ニュースを開示したとき、それを SNS を用いて拡散する。

また、バッド・ニュースの拡散は市場に負の影響を与える可能性がある。まず、決算発表日にバッド・ニュースを開示した場合、それ以前に開示した場合と比較して市場のネガティブな株価反応が大きくなることが示されている (Soffer et al., 2000) 。決算短時間で開示されたバッド・ニュースの拡散は、そのネガティブ・サプライズをさらに多くの投資家に認知させるプロセスであるから、株価反応をさらに助長することが予想される。また、SNS は、自由に意見を発信する場を提供する拡散性の高いメディアであるため、企業がバッド・ニュースを発信し、それがより多くの投資家に拡散されれば、企業の評判が損なわれる可能性がある (Lee et al., 2015) 。特に Twitter は匿名性が高く規制が少ないため、噂や誤報、否定的なツイートが大きく拡散される恐れもある (Bartov et al., 2018; Lee et al., 2015) 。これらは、バッド・ニュースに対する株価反応を助長することが予想される。実際に、Jung et al. (2018) は、企業の拡散の規模と収益発表に対する株価反応の絶対値との間に限定的ではあるが正の関係があることを示している。しかし、Lee et al. (2015) は、そのような負の側面がある一方で、SNS を用いて企業がバッド・ニュースに対し正しい情報を明確に広めることで、噂や誤報、否定的な意見の広まりを抑

制できる可能性を示唆し、バッド・ニュースの拡散はネガティブな株価反応に対し正味の負の効果を持つことを示している。また、企業がバッド・ニュースを自発的にまた事前に開示することで、決算発表時のネガティブな株価反応が抑制されることから (Skinner, 1994; Soffer et al., 2000), 拡散の文脈においても、多くの投資家がバッド・ニュースを認識する前に、企業が正しい情報を発信し、説明を行うことで、ネガティブな株価反応は抑制されることが推測される。したがって、バッド・ニュースの拡散が株価反応に与える影響について、相反する効果が理論的に予想されるため、以下のような複数の仮説を設定する。

H2a: SNS によるバッド・ニュースの拡散は、バッド・ニュースの開示に伴う株価反応を促進する。

H2b: SNS によるバッド・ニュースの拡散は、バッド・ニュースの開示に伴う株価反応を抑制する。

3. リサーチ・デザイン

3.1 SNS による拡散の測定

日本では、企業が使用する SNS として Twitter と Facebook が主に挙げられるが、本論文では、企業の発信内容を全文取得できる Twitter を対象とし、分析を行う¹。

本論文において拡散と捉えるのは、年次の決算短信の公開日 (イベント日とする、以下同じ) を起点に前後 1 日の計 3 日間 (イベント期間とする、以下同じ) に企業の公式アカウントが投稿したツイートとリツイートのうち、収益関連・金融関連の内容のものである。これを EA ツイート (Earnings Announcement Tweets) とする。仮説 1 では、企業が開示情報を拡散するか否かを検証するため、EA ツイートの数に 1 を足したものの自然対数を SNS による拡散の代理変数 (*Tweets*) とする。仮説 2 では、拡散が市場に与える影響を検証するため、拡散された情報の受け手の規模により拡散の程度が異なることが考えられる。したがって、ツイートの受け手で

あるフォロワーの数を用い、EA ツイートの数に当該企業アカウントのフォロワー数を乗じたものの自然対数 (*Followers*) を SNS による拡散の代理変数とする²。

具体的なツイート数の収集方法は以下の通りである。まず、コーポレート・サイトおよび Twitter からユーザー名を手作業で収集する³。Twitter API を使用してツイート全文を取得し、その中から、イベント期間に投稿され、決算情報に関する内容をもつものを抽出する。抽出されたツイートの数を SNS による拡散の代理変数とする。収益関連・金融関連のツイートの抽出には、Albarrak et al. (2020) が使用した収益関連・金融関連のワードリストを翻訳、適宜日本の会計制度に合わせた用語に変換したものをを用いる。図表 1 がそのリストである⁴。

¹ Twitter API において、取得時点から遡って 3,200 ツイートまで取得可能という制限は存在する。

² Twitter のデータを取得した、2020 年 9 月 12 日時点でのフォロワー数を用いている。

³ コーポレート・サイトのトップページに Twitter アイコンあるいは「Twitter」「SNS」「ソーシャルメディア」の文字があった場合、Twitter アカウントを持つ可能性があるとして、トップページ以外のページを検索し、また Twitter の検索機能を使用し、公式アカウントを持つか否か判断する。ただし、アカウント名や自己紹介欄に企業名がないなど特定のサービスや商品に限定したアカウントである場合や、外国語のアカウントである場合は企業アカウントとして認識しない。

⁴ *は語尾に複数の形が考えられるものである。

図表1 決算関連ワードリスト

Albarrak et al. (2020)	本論文	Albarrak et al. (2020)	本論文
earning	収益	total assets	総資産
revenue*	収入	current assets	流動資産
profit*	利益	total liabilit*	総負債
Income	利益	current liabilit*	流動負債
loss*	損失	long term assets	固定資産
sales	売上	long term debt	固定負債
dividend	配当	net income*	純利益
financial	財務	net profit*	純利益
disclos*	開示	capital gain	キャピタルゲイン, キャピタル・ゲイン
report*	レポート	net loss*	純損失
record*	記録	capital loss	キャピタルロス, キャピタル・ロス
perform*	パフォーマンス, 業績	capital expenditure*	資本支出
statement*	計算書	market capital*	市場資本
release*	リリース	stock pric*	株価, 株式価格
announce	発表	secur* pric*	証券価格
quarter	四半期	share* pric*	株価, 株式価格
annual	年次, 年度	merger	合併, M&A
result*	結果	acquisition	買収,
annual report*	アニュアルレポート, アニュアル・レポート,	earnings per share	EPS, 1株当たり利益, 1株当たり利益, 1株あたり利益, 一株当たり利益, 一株当たり利益, 一株あたり利益
annual statement*	有価証券報告書, 決算報告, 決算	stock* repurchase	自社株買い, 自己株式取得
press release*	プレスリリース プレス・リリース	share* repurchase	自社株買い, 自己株式取得
balance sheet*	貸借対照表	stock* offering	株式募集
cash flow	キャッシュフロー, キャッシュ・フロー	share* offering	株式募集
cash inflow	キャッシュインフロー, キャッシュ・イン・フロー		

3.2 バッド・ニュースの定義

日本において、上場企業は決算短信での経営者業績予想の開示が証券取引所により要請され、事実上の制度開示となっており、当期の実績利益と次期の予想利益が年次の決算発表において同時に公表される。したがって、決算発表に対するバッド・ニュースは、実績利益のバッド・ニュース、予想利益のバッド・ニュースの2つの視点で考えられる。両者は他方を所与としてもなお追加的な情報内容をもつが、株価変動との関連性は予想利益情報のほうが強力であることが示されているため(後藤・桜井, 1993), 本論文では主に予想利益のバッド・ニュースをバッド・ニュースとして扱う。具体的には、予想イノベー

ション⁵ (Forecast Innovation; $t+1$ 期の予想利益から t 期の実績利益を控除したもの)が負である場合をバッド・ニュース (*BadNews*)として定義する。

3.3 仮説1の検証モデル

バッド・ニュースとそのSNSによる拡散の関係を検証するため、Jung et al. (2018)を参考に設定した以下の式(1)を線形回帰の最小二乗推定で推計する。また、フルサンプルでの推計に加え、Twitterアカウントを持つ企業のみを対象としたサブサンプルでの推計も行う。なお、 t 期の年次決算短信の公開日をイベント日、その前後1日の計3日間をイベント期間とする。

⁵ Kato et al. (2009) など、予想利益研究でしばしば用いられる変数である。

$$\begin{aligned}
Tweets_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BadNews_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Growth_{it} \\
& + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Analysts_{it} + \beta_8 Adv_{it} + \beta_9 FirmAge_{it} \\
& + \beta_{10} CEOAge_{it} + \sum YD_t + \sum ID_i + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{1}$$

- Tweets_{it}* : 企業 *i* の *t* 期のイベント期間中の EA ツイートの数に 1 を足したものの自然対数
- BadNews_{it}* : 予想イノベーション (*t*+1 期の予想経常利益から *t* 期の実績経常利益を控除したもの) が負であるときに 1 をとるダミー変数
- Size_{it}* : 企業 *i* の *t* 期末における時価総額の自然対数
- MTB_{it}* : 企業 *i* の *t* 期末における時価簿価比率
- ROA_{it}* : 企業 *i* の *t* 期の経常利益を *t* 期末の総資産で除したもの
- Growth_{it}* : 企業 *i* の *t*-1 期から *t* 期にかけての売上高の変化率
- Lev_{it}* : 企業 *i* の *t* 期末の総負債を総資産で除したもの
- Analysts_{it}* : *t* 期末において企業 *i* をフォローするアナリストの数に 1 を足した数の自然対数
- Adv_{it}* : 企業 *i* の *t* 期の広告宣伝費を売上高で除したもの
- FirmAge_{it}* : 企業 *i* の設立から *t* 期末までの年数
- CEOAge_{it}* : 企業 *i* の *t* 期末における最高経営責任者の年齢
- YD_t* : *t* 期の年次ダミー
- ID_i* : 企業 *i* の産業ダミー⁶

もしも仮説 1a が支持され、決算資料でバッド・ニュースを開示したとき SNS による拡散を減らすならば、*BadNews* の係数 (β_1) が有意に負になることが予想される。一方仮説 1b が支持された場合、有意に正になることが予想される。先行研究に従い、電話会議やコーポレート・サイト、会議のプレゼンテーションなど従来の手段を用いた開示・拡散の決定要因 (*Size*, *ROA*, *MTB*, *Growth*, *Lev*, *Analysts*)、SNS の導入の要因 (*Ad*, *FirmAge*, *CEOAge*) をコントロール変数に含めている (Bushee, Jung, & Miller, 2011; Ettredge, Richardson, & Scholz, 2002; Frankel et al., 1999; Jung et al., 2018)。企業規模 (*Size*) が大きい企業ほど自発的情報開示のレベルが高く、成長性 (*MTB*, *Growth*) が高い企業ほど情報環境の問題を解決するため拡散媒体として電

話会議を利用する可能性が高く、収益性 (*ROA*) が高い企業ほど拡散によって追加的にかかるコストをまかなう資金的余裕を有し、アナリスト・カバレッジ (*Analysts*) の高い企業ほど開示環境が良く、広告宣伝費 (*Adv*) が高い企業ほど顧客の認識を高めるインセンティブが高いため、拡散の程度が高まることが予想される。したがって、*Size*, *MTB*, *Growth*, *ROA*, *Analysts* および *Adv* の予測符号は正である。一方、レバレッジ (*Lev*) の低い企業ほど開示情報のプレゼンテーションに積極的であり、会社の設立からの年数 (*FirmAge*) および経営者の年齢 (*CEOAge*) が若い企業ほどテクノロジーの変化の最前線にいる可能性が高いため、拡散の程度が高まることが予想される。したがって、*Lev*, *FirmAge* および *CEOAge* の予測符号は負である。

⁶ 日経業種中分類による。

3.4 仮説2の検証モデル
 決算発表に伴う株価反応と SNS によるバッド・
 ニュースの拡散の関係を検証するため, Jung et al.

(2018) を参考に設定した以下の式 (2) を線形回
 帰の最小二乗推定で推計する。

$$\begin{aligned}
 AbnReturn_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BadNews_{it} + \beta_2 Followers_{it} + \beta_3 BadNews_{it} * Followers_{it} \\
 & + \beta_4 Surp_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_7 Growth_{it} \\
 & + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Analysts_{it} + \sum YD_t + \sum ID_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

AbnReturn_{it} : 企業 *i* の *t* 期のイベント期間の規模調整済みリターンと推定期間 (イベント日の2日前から61日前 (市場休業日を除く), 以下同じ) における3日間の規模調整済みリターンの平均値の差を推定期間における3日間の規模調整済みリターンの標準偏差で除したものの絶対値

Followers_{it} : 企業 *i* の *t* 期のイベント期間中の EA ツイートの数とフォロワー数の積の自然対数

Surp_{it} : 企業 *i* の *t+1* の予想経常利益から *t* 期の実績経常利益を控除したものを *t* 期末の企業規模で除したものの絶対値

もしも仮説2aが支持され, 企業のバッド・ニュースの拡散が, バッド・ニュースの開示に加えて追加的に株価反応を促進するならば, *BadNews * Followers* の係数 (β_3) が有意に正になることが予想される。一方仮説2bが支持され, バッド・ニュースの拡散が, バッド・ニュースの開示に伴う株価反応を抑制する場合, 有意に負になることが予想される。Jung et al. (2018) を参考に, 期待の大きさ (*Surp*), 市場リスク (*Size*), 財務リスク (*Lev*), 資本効率 (*ROA*), 成長性 (*MTB, Growth*), 市場からの注目度 (*Analysts*) をコントロール変数に含めている。当期の実績と次期の予想の差 (*Surp*) が大きいほど投資家の期待は大きく (小さく) なり, 成長性 (*MTB, Growth*), レバレッジ (*Lev*) が高いほど投資のリスクが大きく, 資本効率 (*ROA*) が高いほど利益が株価に与える影響が大きく, 市場の注目度

(*Analysts*) が高いほどレピュテーション・リスクが高いため, 株価反応が大きくなることが予想される。したがって, *Surp, MTB, Growth, ROA, Lev* および *Analysts* の予測符号は正である。一方, 企業規模 (*Size*) が大きい企業ほど市場リスクが小さく, 株価反応が小さくなることが予想されるため, *Size* の予測符号は負である。

4. サンプルの選択と記述統計量

本論文の調査対象は, 期間を2015年度から2019年度とし, 以下の図表2の要件を満たす1,006 (4,697) 観測値である。データは, 日経 NEEDS Financial Quest, Bloomberg データベースより入手した⁷。Twitter のユーザー名は手作業で収集した⁸。業種分類には日経中分類を用いた。

図表2 サンプルの選択

Criteria	Observations	
	仮説1	仮説2
東証1部・2部・マザーズに上場している	14,163	14,163
金融業を除く ⁹	(913)	(913)
3月決算でない	(4,382)	(4,382)
分析に必要なデータが入手可能できない	(7,862)	(4,171)
	1,006	4,697

⁷ アナリスト・カバレッジ, 最高経営責任者の年齢は Bloomberg データベース, その他は日経 NEEDS Financial Quest により入手した。

⁸ 2020年7月末時点で東証1部・2部・マザーズに上場している3月決算の企業 (金融業を除く) 1,784社のうち, 公式 Twitter アカウントを持つ企業は285社であった。

⁹ 日経業種中分類における銀行, 証券, 保険およびその他金融業に該当する企業を省いた。

次に、仮説1検証の対象となる全てのサンプルについての記述統計量を図表3、各変数間の相関係数を図表4に要約した。また仮説2検証の対象となる全てのサンプルについての記述統計量を図表5、各変数間の相関係数を図表6に示している。ここでは、Twitter アカウントを持たない企業についても、イベント期間中に EA ツイートをしていない企業と同様に扱い、*Tweets=0*, *Followers=0*として観測値に含めている。

図表3では *Tweets* の平均値が 0.162 であり、平

均してサンプル全体の 16.2%が EA ツイートをしていることがわかる。*BadNews* の係数は、図表3では 0.296, 図表5では 0.337 であり、当期の実績利益を下回る次期予想利益を出した観測値の数は半数を下回っている。また、図表4で *Tweets* と *BadNews* の相関係数の符号は負であり、仮説1aの予想と一致している。図表4、図表6で示されている各変数間の相関に、多重共線性が想定されるほど強いものは見られない。

図表3 記述統計量 (仮説1)

	Mean	Std. Dev.	Min.	Q1	Med.	Q3	Max.
<i>Tweets</i>	0.162	0.299	0	0	0	0	3.258
<i>BadNews</i>	0.296	0.457	0	0	0	1	1
<i>Size</i>	25.844	1.662	21.684	24.714	25.782	26.989	30.986
<i>MTB</i>	0.757	0.446	-0.541	0.45	0.683	0.982	3.37
<i>ROA</i>	0.082	0.068	-0.316	0.044	0.069	0.101	0.574
<i>Growth</i>	0.055	0.284	-0.562	-0.007	0.035	0.087	8.29
<i>Lev</i>	0.432	0.183	0.039	0.283	0.422	0.574	1.065
<i>Analysts</i>	1.513	0.999	0	0.693	1.386	2.398	3.401
<i>Ad</i>	0.03	0.035	0.00001	0.007	0.017	0.043	0.288
<i>FirmAge</i>	56.655	27.538	1	37.2	65	74	123
<i>CEOAge</i>	61.809	9.019	32	56	62	67	90
Observations	1,006						

図表4 相関係数表 (仮説1)

	<i>Tweets</i>	<i>BadNews</i>	<i>Size</i>	<i>MTB</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>Analysts</i>	<i>Ad</i>	<i>FirmAge</i>	<i>CEOAge</i>
<i>Tweets</i>	1										
<i>BadNews</i>	-0.050	1									
<i>Size</i>	0.124	0.031	1								
<i>MTB</i>	-0.077	0.136	-0.360	1							
<i>ROA</i>	0.087	0.001	0.095	-0.484	1						
<i>Growth</i>	0.017	-0.039	0.024	-0.118	0.323	1					
<i>Lev</i>	-0.024	-0.060	-0.002	0.139	-0.380	0.010	1				
<i>Analysts</i>	0.104	0.023	0.707	-0.246	0.087	0.016	0.041	1			
<i>Ad</i>	-0.008	-0.004	-0.043	-0.157	0.186	0.068	-0.142	-0.035	1		
<i>FirmAge</i>	-0.027	0.084	0.281	0.053	-0.245	-0.100	0.055	0.234	-0.115	1	
<i>CEOAge</i>	0.040	-0.007	0.195	0.079	-0.175	-0.122	-0.006	0.193	-0.171	0.239	1

図表 5 記述統計量（仮説 2）

	Mean	Std. Dev.	Min.	Q1	Med.	Q3	Max.
<i>AbnReturn</i>	1.657	1.405	0.0001	0.581	1.313	2.371	11.184
<i>Followers</i>	0.210	1.483	0	0	0	0	15.918
<i>BadNews</i>	0.337	0.473	0	0	0	1	1
<i>Surp</i>	0.022	0.065	0	0.004	0.009	0.022	2.983
<i>Size</i>	25.186	1.617	20.852	24.004	25.102	26.265	30.986
<i>MTB</i>	0.923	0.545	-0.875	0.530	0.847	1.212	4.830
<i>ROA</i>	0.068	0.061	-0.696	0.038	0.061	0.091	0.574
<i>Growth</i>	0.055	0.186	-0.891	-0.004	0.039	0.092	8.290
<i>Lev</i>	0.464	0.187	0.023	0.321	0.455	0.604	1.168
<i>Analysts</i>	1.233	0.930	0	0.693	1.099	1.946	3.401
Observations	4,697						

図表 6 相関係数表（仮説 2）

	<i>AbnReturn</i>	<i>BadNews</i>	<i>Followers</i>	<i>Surp</i>	<i>Size</i>	<i>MTB</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>Analysts</i>
<i>AbnReturn</i>	1									
<i>BadNews</i>	0.021	1								
<i>Followers</i>	-0.032	-0.015	1							
<i>Surp</i>	0.027	0.013	-0.015	1						
<i>Size</i>	0.004	0.026	0.143	-0.092	1					
<i>MTB</i>	0.002	0.122	-0.062	0.099	-0.332	1				
<i>ROA</i>	0.032	0.022	0.057	-0.308	0.141	-0.384	1			
<i>Growth</i>	0.013	-0.031	0.024	-0.065	-0.016	-0.148	0.271	1		
<i>Lev</i>	-0.014	-0.047	0.012	0.181	0.026	0.054	-0.332	0.010	1	
<i>Analysts</i>	0.006	0.024	0.108	0.000	0.656	-0.195	0.077	-0.030	0.043	1

5. 調査結果

5.1 仮説 1 の検証

図表 7 に、仮説 1 を検証するモデル (1) 式の推計結果を示している。注目するのは、*BadNews* の係数である。全ての企業を対象としたフルサンプルでの推計では、*BadNews* の係数は 5%水準で有意に負である。また、Twitter アカウントを持つ企業のみを対象としたサブサンプルでの推計でも、*BadNews* の係数は 5%水準で有意に負である。この結果は、

バッド・ニュースを開示したとき、それを SNS で拡散しないことを示し、仮説 1a を支持している。これは Jung et al. (2018) の結果と整合し、開示情報に企業価値の向上が期待できる場合のみ拡散のインセンティブを持つこと (Jung et al., 2018)、経営者が自らのキャリアや報酬への影響を考慮し (Kothari et al., 2009)、良い業績を広め、悪い業績を隠すインセンティブを持つことが理由として推測される。

図表7 仮説1：バッド・ニュースの開示とSNSを用いた拡散の関係の検証

	Pred.	<i>Tweets</i>	
		Full Sample (1)	Twitter Users Sample (1)
<i>BadNews</i>	-/+	-0.045** (-2.149)	-0.166** (-2.320)
<i>Size</i>	+	0.016* (1.765)	0.027 (0.909)
<i>MTB</i>	+	0.009 (0.322)	0.041 (0.367)
<i>ROA</i>	+	0.169 (0.885)	-0.09 (-0.183)
<i>Growth</i>	+	-0.008 (-0.235)	-0.016 (-0.253)
<i>Lev</i>	-	-0.012 (-0.185)	0.19 (0.686)
<i>Analysts</i>	+	0.011 (0.786)	0.053 (1.123)
<i>Adv</i>	+	-0.324 (-1.085)	-0.507 (-0.509)
<i>FirmAge</i>	-	0.00001 (0.018)	-0.0003 (-0.204)
<i>CEOAge</i>	-	0.001 (0.813)	0.007* (1.743)
Year Dummies & Industry Dummies		Included	Included
Observations		1,006	304
R-squared		0.122	0.242

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括弧内に t 値を記載。

変数定義：*Tweets*=イベント期間中のEAツイートの数に1を足したものの自然対数，*BadNews*=予想イノベーション（次年度の予想利益から当年度の実績利益を控除したもの）が負であるときに1をとるダミー変数，*Size*=時価総額の自然対数，*MTB*=時価簿価比率，*ROA*=経常利益を総資産で除したもの，*Growth*=前年度から当年度にかけての売上高の変化率，*Lev*=総負債を総資産で除したもの，*Analysts*=当該企業をフォローするアナリストの数に1を足したものの自然対数，*Adv*=広告宣伝費を売上高で除したもの，*FirmAge*=設立から当年度末までの年数，*CEOAge*=最高経営責任者の年齢

5.2 仮説2の検証

図表8に、仮説2を検証するモデル(2)式の推計結果を示している。注目するのは、*BadNews*Followers*の係数である。*BadNews*Followers*の係数は10%水準で有意に負である。この結果は、バッド・ニュースの開示に伴う株価反応が、バッド・ニュースがSNSで拡散されるほど小さくなることを示しており、仮説2bを支持している。これはLee et al.

(2015)の実証結果と整合的であり、バッド・ニュースの開示に伴いSNSで発信される噂や誤報、否定的な意見の広まりに対し、企業が正しい情報を発信することで、ネガティブな株価反応が抑制されたと推測できる。また、開示された情報の拡散が市場の株式リターンに影響を与えることから、拡散行動が追加的な情報内容を持つことが確認できる。

図表8 仮説2：バッド・ニュースの拡散が株価反応に与える影響の検証

		<i>AbnReturn</i>
	Pred.	(2)
<i>BadNews</i>		0.056 (1.249)
<i>Followers</i>		-0.028* (-1.719)
<i>BadNews*Followers</i>	+/-	-0.052* (-1.699)
<i>Surp</i>	+	0.962*** (2.835)
<i>Size</i>	-	0.024 (1.315)
<i>MTB</i>	+	0.085* (1.732)
<i>ROA</i>	+	0.906** (2.087)
<i>Growth</i>	+	0.089 (0.768)
<i>Lev</i>	+	0.045 (0.347)
<i>Analysts</i>	+	-0.019 (-0.635)
Year Dummies & Industry Dummies		Included
Observations		4,697
R-squared		0.038

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括弧内に t 値を記載。
 変数定義：*AbnReturn*：イベント期間の規模調整済みリターンと推定期間（イベント日の2日前から61日前（市場休業日を除く）、以下同じ）における3日間の規模調整済みリターンの平均値の差を推定期間における3日間の規模調整済みリターンの標準偏差で除したものの絶対値，*BadNews*=予想イノベーション（次年度の予想利益から当年度の実績利益を控除したもの）が負であるときに1をとるダミー変数，*Followers*=イベント期間中のEAツイート数とフォロワー数の積に1を足したものの自然対数，*Surp*：次期の予想経常利益から当期の実績経常利益を控除したものを当期末の企業規模で除したものの絶対値，*Size*=時価総額の自然対数，*MTB*=時価簿価比率，*ROA*=経常利益を総資産で除したもの，*Growth*=前年度から当年度にかけての売上高の変化率，*Lev*=総負債を総資産で除したもの，*Analysts*=当該企業をフォローするアナリストの数に1を足したものの自然対数

6. 要約と展望

本論文の目的は、バッド・ニュースの開示と SNS を用いた拡散の関係、およびバッド・ニュースの SNS での拡散の株価反応への影響を調査することであった。主要な発見事項を要約すれば以下の通りである。第1に、企業はバッド・ニュースを開示するとき、それを SNS を用いて拡散しない傾向にある。第2に、SNS を用いたバッド・ニュースの拡散は、バッド・ニュースの開示に伴う株価反応を抑制する。これらの結果は、企業価値の毀損や経営者のキャリア、報酬への影響の懸念から、経営者はバッド・ニュースを拡散しないというインセンティブを持つが、実際

にはバッド・ニュースが SNS で拡散されるほど市場への負の影響が小さくなるというベネフィットがあることを示唆している。ここから、経営者が SNS でのバッド・ニュースの拡散の効果を認識していないことが推測できる。バッド・ニュースの開示による株価反応が拡散により小さくなることを理解しているのであれば、バッド・ニュースを積極的に拡散するはずである。

本論文の貢献は、SNS の効果を日本企業を対象にして分析した数少ない研究である点である。日本の開示制度に合わせてワードリストの設定や変数・モデルの調整を行ない、企業のバッド・ニュースの拡

散行動と、その株価反応への影響を調査した。

ただし、本論文は以下の点で限界を有する。まず、Twitter データ取得上の制限によるものである。取得時点から 3,200 ツイートのみ取得可能であることから、サンプルが大幅に制限されている。また、恣意性を排除するため、コーポレート・サイトに Twitter あるいは SNS の使用について明示されている場合のみユーザー名を収集したため、実際に Twitter を使用する企業数と本論文で Twitter を使用していると認識された企業数との間に乖離がある可能性がある。

今後の展望としては、Twitter データの網羅的な収集方法の開発が望まれる。さらに、本論文ではデータの取得が比較的容易な Twitter を調査対象としたが、Facebook や LinkedIn などの既存の他の SNS、あるいは今後多くの企業に採用される新しいツールにも調査を広げることで、開示の延長としての拡散あり方により大きな示唆を与えることができるだろう。

7. 提言

本研究の調査結果は、企業はバッド・ニュースを開示するとき、それを SNS を用いて拡散しない傾向があること、そして SNS を用いたバッド・ニュースの拡散は、バッド・ニュースの開示に伴う株価反応を抑制することであった。これを踏まえ、以下の提言を行う。

企業は SNS をディスクロージャーの補完的手段と

して用い、開示情報を拡散すべきである。そしてバッド・ニュースこそ積極的に拡散すべきである。なぜなら、バッド・ニュースの拡散は、法定開示に加えて追加的な効果を持ち、IR を効果的にするためである。

SNS では、拡散のタイミングや回数などを企業がコントロールしつつ、プッシュ・テクノロジーを用いて投資家に直接情報を届けることができ、戦略的な拡散が可能である。本論文では、企業価値の毀損や経営者のキャリアや報酬への悪影響を回避するため、企業はグッド・ニュースと比較してバッド・ニュースを拡散しないという戦略をとっていることを示唆している。しかし実際には、SNS でのバッド・ニュースの拡散は、開示に伴う負の影響を緩和できる効果があるため、バッド・ニュースを積極的に拡散するという戦略をとるべきである。バッド・ニュースの拡散には、開示に伴う負の影響を抑制する点で企業にとってベネフィットがあり、より多くの投資家に対し企業が自発的に正しい説明を広めるという点で投資家にとってもベネフィットがあるため、IR がより効果的になることが期待される。

以上から、IR を効果的にし、開示に追加的なベネフィットを企業と投資家の双方が得るために、ディスクロージャーの補完的手段として SNS を用いて開示情報を拡散すべきであり、バッド・ニュースこそ積極的に拡散すべきであると思われる。

8. 参考文献

- Agarwal, S., Kumar, S., & Goel, U. (2019). Stock market response to information diffusion through internet sources: A literature review. In *International Journal of Information Management* (Vol. 45, pp. 118-131). Elsevier Ltd.
- Albarrak, M. S., Elnahass, M., Papagiannidis, S., & Salama, A. (2020). The effect of twitter dissemination on cost of equity: A big data approach. *International Journal of Information Management*, 50, 1-16.
- Bartov, E., Faurel, L., & Mohanram, P. S. (2018). Can twitter help predict firm-level earnings and stock returns? In *Accounting Review* (Vol. 93, Issue 3, pp. 25-57). American Accounting Association.
- Blankespoor, E., Miller, G. S., & White, H. D. (2014). The role of dissemination in market liquidity: Evidence from firms' use of TwitterTM. *Accounting Review*, 89(1), 79-112.
- Elliott, W. B., Grant, S. M., & Hodge, F. D. (2018). Negative News and Investor Trust: The Role of \$Firm and #CEO Twitter Use. *Journal of Accounting Research*, 56(5), 1483-1519.
- Frankel, R., Johnson, M., & Skinner, D. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 133-150.
- Jung, M. J., Naughton, J. P., Tahoun, A., & Wang, C. (2018). Do firms strategically disseminate? evidence from corporate use of social media. *Accounting Review*, 93(4), 225-252.
- Kato, K., Skinner, D. J., & Kunimura, M. (2009). Management forecasts in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *Accounting Review*, 84(5), 1575-1606.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Lee, L. F., Hutton, A. P., & Shu, S. (2015). the role of social media in the capital market: Evidence from consumer product recalls. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 367-404.
- Miller, G. S. (2006). The press as a watchdog for accounting fraud. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 1001-1033.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38-60.
- Soffer, L. C., Edu, L.-S., Ramu Thiagarajan, S., & Walther, B. R. (2000). Earnings Preannouncement Strategies. In *Review of Accounting Studies* (Vol. 5).
- 後藤雅敏・桜井久勝. (1993). 利益予測情報と株価形成. 「会計」, 143(6), 77-87.

親会社の子会社への影響力が強くなることで、親会社にとって有利な取引条件を一方向的に形成できるという一般株主に対する利益相反行動がとれる。これに加えて、親会社は直接、子会社の情報を入手することができる。そのため、売り手である一般株主は買い手である親会社よりも得られる情報が少ない。よって、一般株主が買収価格を不当に低く設定されているかの判断が正確にできない状況がつけられる。

本稿では、上場子会社を完全子会社化の際に公正性担保措置についての情報開示を行なうことで、一般株主の利益が保護されているかどうかを明らかにする。また、どの公正性担保措置が一般株主を保護することに効果があるのかを検討する。

買収価格の設定に関しては、それぞれの取引によって個別具体的な状況や性質が異なるため、一義的な基準を設けることはできない。ここで、一般株主が買収価格の適正性を判断するためには情報の非対称性を緩和する必要がある。そのため、買収価格が不当に低く設定されていないかを一般株主が判断できる情報を開示すべきである。一般株主が買収価格の正当性を判断できるようになると、親会社は訴訟リスクを回避するために不当に低い買収価格を設定するという利益相反行動がとれなくなる。そして、一般株主の利益が損なわれない公正な買収価格が設定される。

公正性担保措置の中でも特別委員会と第三者評価機関による株式価値算定にかかる情報開示について着目して検証を行なった。その結果、特別委員会においては独立性よりも取引条件に実質的に関与できる能力の方が一般株主の利益保護に効果があることがわかった。第三者評価機関による株式価値算定においては、財務予測を作り替えていることが買収価格を低く設定しようとする恣意性の排除に有効である結果が得られた。これらのことから、形式的なパフォーマンスになりやすい措置よりも、買収価格の形成過程に実質的な措置のほうが一般株主の利益保護に効果があるといえる。このような実質的な措置が講じられている情報が開示されることで、買収価格の形成過程の透明性が向上し、親会社が買収価格を不当に低く設定する実行能力が抑えられたと考えられる。よって、実質的な措置の実施と情報の公開がされることで公正な買収価格が設定され、一般株主の利益を保護することに繋がる。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では「M&A 指針」を整理し、第3節では先行研究の整理と仮説の提示を行なう。第4節では、分析モデルとサンプル抽出について、第5節では分析結果について述べる。第6節では本稿を通してのまとめと完全子会社

化にかかる情報開示についての提言をしていく。

2. 「M&A 指針」の整理

2019年6月に経済産業省から発行された「M&A 指針」は2007年に公開された「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下、「MBO 指針」）を見直し、改訂されたものである。「M&A 指針」の意義は、数多くのステークホルダーが関係するM&Aの取引を、より信頼の得られるものにするものである。そのため、取引の公正性を担保し、企業価値の向上につながるようなM&Aを発展させるために留意すべき点を提示している。「M&A 指針」で対象としているM&Aの形態は、経営陣による買収（MBO）と本稿で対象としている支配株主による従属会社の買収である。両取引は構造上、利益相反が生じることが指摘されており、一般株主にとって不利な取引条件でM&Aが行なわれないための具体的な公正性担保措置が示されている。公正性担保措置とは、一義的・客観的に買収価格の設定において基準を設けることが困難であることから、手続上で公正さを担保するための手段である。公正性担保措置は大きく分けて5つあり、これらを整理することによって本稿でどの措置に着目するのかを説明する。

公正性担保措置の内容は以下の通りである。

（1）独立した特別委員会の設置

特別委員会とは、一般株主の利益保護が適切になされるために本来取締役会に期待される役割を補完または代替する独立した主体としての合議体である。独立性を有する委員で構成され、M&Aの是非や取引条件の妥当性について検討および判断を行なう。

「M&A 指針」において、有効に機能すれば公正性担保措置として高く評価されると述べられている。

（2）外部専門家の独立した専門的助言等の取得

公正性担保措置として評価される外部専門家は、法務アドバイザーと第三者評価機関が挙げられる。法務アドバイザーは、公正性担保措置を講じる意義が十分にあることを独立的な立場から助言を取得するという役割が期待される。第三者評価機関は子会社の株式価値について独立的な立場から算定を行なうことが期待される。この株式価値算定結果は、一般株主にとって取引条件の妥当性を判断するために重要な情報である。また、第三者評価機関から取引条件の妥当性や一般株主にとって公正であるかを財務的見地から表明するフェアネス・オピニオンを取得することも有用な措置である。

(3)他の買収者による買収提案の機会の確保(マーケット・チェック)

マーケット・チェックには、他の潜在的な買収者が存在することにより、対抗提案が提示されることを前提にあれば、その想定される条件以上の取引条件を設定されるという機能がある。しかし、買収者が親会社である場合は子会社が第三者への売却をすることは通常考えられない。このため、潜在的な買収者が対抗提案をすることは例外的な場合を除いて、ほとんどないと述べられている。

(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、M&Aの是非に関して株主の意思決定が行なわれる際に、一般株主が保有する株式の過半数の支持を受けることをM&Aの成立条件としてあらかじめ公表することである。一般株主の判断機会の確保と賛同を得られるような水準の取引条件を形成することに効果があると述べられている。しかし、親会社が保有する子会社の株式の割合が高い場合には企業価値向上に繋がるM&Aを阻害する可能性が指摘されている。このため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定には必要性をよく検討するべきである。この条件を設定しない場合には、他の措置を講じることで公正性を担保することが重要であると言及している。

(5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

買収者と一般株主の間に生じる情報の非対称性が存在する場合、一般株主が取引条件について十分な情報に基づいた適切な判断がしにくい状況になる。情報提供によって、この問題を緩和し、重要な判断材料を提供することでインフォームド・ジャッジメントを可能にする機能を期待している。重要な判断材料として充実した開示が期待される情報として、特別委員会と株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンに関する情報が挙げられている。その他には、M&Aに至ったプロセスや背景、取締役等の利害関係等が挙げられている。

本稿では、特別委員会と株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンに関して着目していく。これらは、(5)において一般株主が取引条件を妥当に判断するために充実した情報提供が求められると指摘されている点である。また、特別委員会の設置や独立性の確保は公正性担保措置の中で高く評価され、

ほとんどの完全子会社化の取引において講じられている。株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンは、買収価格決定の基礎となる情報であり、一般株主が買収価格の妥当性を判断する上で重要な情報である。マーケット・チェックやマジョリティ・オブ・マイノリティ条件に関する措置は完全子会社化の取引においてあまり重要視されないため本稿では措置の紹介のみとし、分析対象には含めない。

3. 先行研究と仮説構築

3.1 先行研究の整理

志馬(2018)では、MBOの際に生じる経営者・資金提供者と一般株主の間に生じる利益相反を問題意識とし、MBOにおける買収プレミアムの決定要因について研究を行なっている。親会社による子会社の完全子会社化を伴う取引と構造上異なる部分もあるが、「M&A指針」に記述があるように情報の非対称性が生じている点で参考にできる。

企業買収時の買収価格について利益相反が生じた例として、2007年に裁判となったレックス・ホールディングス事件が取り上げられている。レックス・ホールディングス事件とは、買収価格が意図的な業績下方修正等で安く設定されたことにより、一般株主が訴訟した事件である。この買収価格は本来の株式価値を大きく下まわっており、裁判所は本来の株価に20%のプレミアムをつけた価格を買収価格とするように命じた。裁判所は、取得価格は公正な価格であるべきだという見解を示している。また、公正な価格を実現させるためには、価格決定プロセスの透明性が確保されていることが重要であると述べている。

買収価格には一義的な基準を設けるのではなく、株主の判断機会の確保や価格を公正に決定されているという状況の確保が求められる。これを受けて、志馬(2018)は、外形的な条件を満たすことで、経営者に対する訴訟等リスクは大きく低下させると理解されるものであると述べている。このため、買収側は訴訟リスクを低下させるインセンティブのもと、利益相反の回避措置を充実させる。

また、買収者側の保有比率が高いと買収プレミアムが低くなることが明らかになっている。よって、買収者側の交渉力が高いと買収価格が不当に低くされる可能性が高いことがわかる。本稿では親会社による完全子会社化を対象としているため、買収者側の交渉力の影響を強く受けると考えられる。この交渉力を抑え、情報開示によって買収価格が高くなっているのかを検証していく。

3.2 仮説構築

親会社は上場子会社を資本の効率化や上場コストの削減を目的に完全子会社化し、上場廃止している。また、完全子会社化をするには買収コストが高くなるため、親会社は買収価格を抑えようとする行動をとる。親会社は子会社に取締役等を派遣することや議決権を多く保持していることで子会社の意思決定において大きな影響力を持っている。そのため、一般株主の利益を損なうような買収価格の決定をする利益相反行動が可能になるのである。また、一般株主は親会社に比べて子会社に関する情報をあまり得られない。よって、情報の非対称性も生じるため、一般株主は買収価格が適切であるかを判断することができない。このような構造を利用して、親会社は不当に低い買収価格の設定を行なうのである。これを緩和するため、一般株主に取引条件の形成プロセスに関して透明性の高い情報公開を行なう必要がある。透明性の高いプロセスが開示されれば、一般株主が買収価格を不当に低く設定されていないかの判断ができるようになる。それに加えて、親会社が利益相反行動を行なう際の訴訟リスクが上昇する。情報開示によって、買収価格を不当に低く設定する親会社の実行能力を抑えられるのである。本稿では、第2項で挙げた公正性担保措置を行なうことで利益相反行動を抑え、一般株主の利益保護に繋がるという仮説を特別委員会と第三者評価機関による株式価値算定に関して以下のように設定する。

3.2.1 特別委員会

特別委員会は、利益相反行動をとるおそれのある取締役からの影響力を受けずに公正な取引条件の形成を行なう必要がある。そのため、志馬（2018）では、特別委員会は取締役会から独立して取引の是非及び条件等について諮問を行い、取引を行なう取締役との交渉をすと述べられている。また、「M&A 指針」でも、特別委員会の独立性と交渉への関与能力が公正担保措置として重要性が高いと述べられている。そこで、本稿では特別委員会の独立性と交渉への関与能力に着目する。具体的に以下のような仮説を設定する。

まず、特別委員会の委員には買収者からの独立性

と、当該 M&A からの独立性が求められる。買収者からの独立性が高い者は、少なくとも過去 10 年以内に親会社の役職員でないことが条件とされている。このような人物を選任することで、親会社からの強い影響力を排除できると考えられる。当該 M&A からの独立性とは、成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを意味している¹。よって、これらの独立性を有した委員で特別委員会が構成されれば、一般株主の利益保護を可能とする取引条件の形成がなされる。また、独立性の高さについての情報から一般株主は買収価格が妥当に設定されるという期待を大きくもつ。このように、買収価格が妥当に設定されると高い期待がある中で、親会社が利益相反行動をとることは訴訟リスクを上昇させることに繋がる。そのため、特別委員会の独立性が高いという情報が開示されていれば、親会社は不当に低い買収プレミアムを設定する行動がとれなくなると考えられる。なお、本稿では次の視点から特別委員会の独立性の高さを測る。「M&A 指針」では、委員の構成について社外取締役、社外監査役、社外有識者の順で適格であると述べられている。しかし、樋口（2013）によると、社外取締役は独立性よりも能力面に重点が置かれていることと、経営者にとって利益相反が生じる場面における判断に対する貢献への認識が低いことが分かっている。それに加えて、会社法第 2 条 15 号で社外取締役の要件として社外性と独立性を定義として上げているが、社外取締役は選任される際に外部から独立性を審査されていない。このため、委員の独立性を判断するには社外取締役であるというだけでは不十分である。そこで、証券取引所の上場規程において 1 名以上確保することを義務としている独立役員に着目する。独立役員とは、届出書を証券取引所に提出し、独立性の審査を受けている社外取締役又は社外監査役のことである。したがって、特別委員会の独立性に関して以下の仮説を設定する。

仮説 1-a：特別委員会に独立役員が多く、その旨の開示を行うと、買収プレミアムは高くなる。

¹ 特別委員会は買収者と一般株主にとって中立的な立場ではなく、一般株主側にたって行動する。そのため、報酬等において一般株主と異なる利害関係を有していないことが求められる。

次に、特別委員会の交渉への関与能力についてみていく。特別委員会は M&A の際に任意で設立される機関であり、取引条件に関して諮問書等を通じて賛同の是非といった意見を述べる役割がある。M&A の実施の是非は取締役会で決定されるため、特別委員会は取引条件の形成過程においてのみ関与することができる。よって、特別委員会が一般株主の利益保護を目的とした取引条件の形成を実質的に行うことができれば、買収価格を下げようとする親会社の利益相反行動の実行能力を抑えることができる。そのためには、特別委員会が取引条件の形成に深く関与できるような措置を行うことが必要である。また、講じられた措置についての情報が一般株主に開示されることで、特別委員会の交渉力が強まり、親会社は買収プレミアムを不当に低く設定する行動がとれなくなる。これには取引条件の形成に実質的に関与できる権限を付与することが有効であると考えられる。権限の具体的な内容は「M&A 指針」より以下の 2 点である。1 つ目は、特別委員会が取引条件の交渉を直接行なう又は交渉を担当役員やアドバイザーが行なうが重要な局面で意見を述べる権限である。この権限によって、特別委員会が交渉過程に関与することが可能になる。2 つ目は、財務アドバイザー・第三者評価機関や法務アドバイザーといった外部専門家の選任又は承認をする権限である。この権限は、特別委員会が取引条件を検討する上で重要な専門的助言の信頼性を高めることに繋がる。また、特別委員会の判断能力も上がることでより一般株主の利益保護につながる取引条件を設定することができる。よって、以下のような仮説を設定する。

仮説 1-b：特別委員会の交渉に関与する権限が付与されていて、その旨の開示を行うと、買収プレミアムは高くなる。

3.2.2 第三者評価機関による株式価値算定

買収価格が設定される際に重要な情報となるものが株式価値算定書である。第三者評価機関による株式価値算定過程や結果が開示されることで、一般株主が買収価格の妥当性を判断することができる。また、親会社が買収価格を設定する際に恣意的に買収価格を低くするような算定を行っていないかがわかる。つまり、買収価格決定プロセスに関する情報の非対称性の緩和に効果があると考えられる。情報の非対称性が緩和されることで、親会社は不当に低い買収価格を設定することが訴訟リスクを高めることに繋がるため、このような利益相反行動がとれなくなる。よって、買収価格が決定される基礎となる株

式価値算定プロセスの情報が開示されることで透明性が向上し、親会社は不当に低い買収プレミアムを設定できなくなる。志馬（2018）では、買収価格の妥当性を適切に判断するためには、独立した第三者評価機関から算定書を取得する際に恣意的な価格の算定が行なわれないようにすべきであると述べている。「M&A 指針」でも同様に、価格の妥当性を一般株主が判断する上で重要な情報であるため、恣意性の排除が必要であると述べられている。よって、株式価値算定に関して恣意性が排除されることで、親会社と一般株主の情報の非対称性が緩和されると考えられる。したがって、以下のような仮説を設定する。

仮説 2：第三者評価機関による株式価値算定の恣意性が排除されているほど、買収プレミアムは高くなる。

4. リサーチデザイン

4.1 分析モデル

本稿では、上記の仮説を検証するために表 1 にある変数にもとづいて、2 つのグループ間で買収プレミアム ($PRM_{i,t}$) の平均値に差が生じているかを分析する。この分析を通じて、公正性担保措置を講じて情報開示を行ったことで買収プレミアムに差が生じたのかを確認することが可能である。変数の定義は以下の通りである。

検証対象変数として以下の 6 点を挙げている。まず、特別委員会の独立性に関する変数は $P_{i,t}$ であり、特別委員会における独立役員の人数の割合を示している。独立性が高いという情報から一般株主は利益保護がなされると期待するため、親会社が買収価格を不当に低く設定する行動は抑制される。よって、 $P_{i,t}$ が 1 をとる企業群のほうが 0 をとる企業群よりも $PRM_{i,t}$ の平均値は高いと予想される。次に、特別委員会の取引条件に関与する能力をはかるために付与されている権限に着目する。特別委員会が直接取引条件の形成過程に関与する権限を示すダミー変数 $D1_{i,t}$ と、アドバイザーの選任・承認をする権限を示すダミー変数 $D2_{i,t}$ である。特別委員会が取引条件の形成過程に関与できる能力が付与されている情報から、取引条件の形成プロセスの透明性が向上すると判断できる。よって、親会社が買収価格を不当に低くする行動を特別委員会が実質的に抑えることができると期待される。こうして、親会社の利益相反行動の実行能力が下げられるため、 $D1_{i,t}$ と $D2_{i,t}$ が 1 をとる企業群のほうが 0 をとる企業群よりも $PRM_{i,t}$ の平均値は高くなると予想できる。

表1 変数の定義

変数	定義
$PRM_{i,t}$	企業 <i>i</i> の買収プレミアム (TOB；対前日株価終値、株式交換；対前日親会社株価終値に交換比率を乗じた値)
$P_{i,t}$	特別委員会における独立役員の割合が3分の1以上であれば1、そうでなければ0のダミー変数
$D1_{i,t}$	特別委員会に直接取引条件の形成に関与できる権限があれば1、そうでなければ0のダミー変数
$D2_{i,t}$	特別委員会にアドバイザーの選任・承認をする権限があれば1、そうでなければ0のダミー変数
$D3_{i,t}$	独立した第三者評価機関からフェアネス・オピニオンを取得していれば1、そうでなければ0のダミー変数
$D4_{i,t}$	株式価値算定の前提となる財務予測が第三者評価機関により作り直されていれば1、そうでなければ0のダミー変数
$D5_{i,t}$	株式価値算定時に当該M&Aが前提にあれば1、前提になければ0のダミー変数

第三者評価機関による株式価値算定の際に、恣意性を排除するための措置を開示することに効果があるかどうかを検証するために、次のダミー変数を用いる。1つ目に、 $D3_{i,t}$ は独立した第三者評価機関からフェアネス・オピニオンを取得しているかを表すダミー変数である。フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が財務的見地から一般株主にとって公正な取引条件になっているかの意見が表明されているものである。よって、フェアネス・オピニオンを取得していることは、取引条件が妥当であると外部から補完されるものである。意見を表明する第三者評価機関は当該M&Aや企業からは独立している存在であるため、フェアネス・オピニオンの取得は一般株主が判断する際に重要な情報となる。よって、フェアネス・オピニオンを取得しているという情報は、独立した外部の機関から恣意性が排除されていると示されているものであるから、利益相反行動を抑制することに繋がる。したがって、 $D3_{i,t}$ が1をとる企業群のほうが0をとる企業群よりも $PRM_{i,t}$ の平均値は高いと予想される。2つ目の $D4_{i,t}$ は株式価値算定を行う前提となる財務予測を第三者評価機関が作り変えているかを示すダミー変数である。財務予測には経営者の恣意的な意思が含まれている場合がある。よって、算定の前提としている財務予測を独立した第三者評価機関が作り変えている措置の情報が公開されることで、親会社が株式価値算定において利益相反行動をとれなくすることに繋がると判断できる。

よって、株式価値算定プロセスの透明性を向上させることで恣意性が排除されるため、 $D4_{i,t}$ が1をとる企業群のほうが0をとる企業群よりも $PRM_{i,t}$ の平均値は高いと予想される。 $D5_{i,t}$ は当該M&Aが株式価値算定の前提にあるかを示すダミー変数である。これは、買収後の財務予測を見積もることは困難であることと、一般株主が享受する利益は企業が継続した場合に将来得られるはずのものであることが理由として挙げられる。よって、このダミー変数は株式価値算定結果の適正性を示すものであるため、買収プレミアムを高くする効果は不明である。よって、 $D5_{i,t}$ が1をとる企業群と0をとる企業群はどちらが $PRM_{i,t}$ が高くなるのかは予想できない。

4.2 サンプル抽出

2015年1月から2019年12月までに上場を廃止した企業のうち、理由が上場親会社による完全子会社化である取引を対象としている。上場廃止理由に関しては、適時開示書類において完全子会社化を意図する取引であれば該当すると判断している。また、金融業は除外した企業を採用している。分析に必要な情報が全て取得できた企業は59社となった。株価は日経NEEDS Financial-Questより取得している。公正性担保措置にかかる項目は、完全子会社化を意図する公開買付又は株式交換に関して記載されている適時開示書類より入手している。

5. 分析結果

5.1 記述統計量

表2は記述統計量を表したものである。PRM_{it}の平均値は28.9%であり、最小値をみるとマイナスの買収プレミアムがつけられている取引が存在していることがわかる。一方で、最大値は114.5%であり、取引発表日前日株価の2倍以上の買収価格が設定されている取引が行われている。

検証対象変数は次のようになっている。P_{it}の中央値が1であることから、半数以上の取引において特別委員会の委員には独立役員が3分の1以上構成されている。特別委員会の権限を示すダミー変数であるD1_{it}、D2_{it}の平均値が低いことと第3四分位数まで0であることから、これらの権限が特別委員会に付与されていない取引が多い。ここから特別委員会

に関して、独立性を高める措置のほうが権限を付与することよりも実施されていることがわかる。

D3_{it}の平均値が低く、第三四分位数まで0であることからフェアネス・オピニオンを取得している企業は少ないことがいえる。次に、D4_{it}は中央値が1であることから半数以上の取引において、株式価値算定の前提としている財務予測が作り変えられている。D5_{it}の平均値が低いことと第三四分位数まで0であることから多くの取引において当該M&Aを前提とせず、正確性の高い株式価値算定が行われている。これらのことから、第三者評価機関による株式価値算定の恣意性の排除のために、主に行われていることは財務予測の作り変えと当該M&Aを前提としないことが挙げられる。

表2 記述統計量

	平均	標準偏差	最小	25%	中央値	75%	最大
PRM _{it}	0.289	0.227	-0.147	0.135	0.286	0.393	1.145
P _{it}	0.292	0.339	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
D1 _{it}	0.102	0.302	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
D2 _{it}	0.085	0.279	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
D3 _{it}	0.051	0.220	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
D4 _{it}	0.627	0.484	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
D5 _{it}	0.153	0.360	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

5.2 分析結果

表3は分析結果を示したものである。まず、特別委員会に関する分析結果からみていく。特別委員会の権限に関するダミー変数(D1_{it}、D2_{it})はどちらについても、1の値をとる企業群のほうがPRM_{it}の平均値が高く、0の値をとる企業群の平均値との差も5%水準で有意である。具体的には、取引条件の形成に関与する権限が特別委員会に付与されている場合(D1_{it}=1)、買収プレミアムの平均値はそうでない場合(D1_{it}=0)に比べて21.5%高くなる。また、アドバイザーの選任・承認に関する権限については、付与されている場合(D2_{it}=1)はそうでない場合(D2_{it}=0)に比べて、買収プレミアムの平均値が25.3%高くなる。よって、予想と整合的な結果が得られたため、仮説1-bは支持される。一方で、有意な結果ではないが、特別委員会における独立役員の割合が3分の1以上である場合(P_{it}=1)のほうがそうでない場合(P_{it}=0)に比べて、買収プレミアムの平均値が低くなっている。このことから、特別委員会の独立性という外形的な措置よりも取引

条件の形成に実質的に関与できる能力の方が一般株主の利益保護に繋がるということが言える。

次に、第三者評価機関による株式価値算定における恣意性を排除するための措置の効果を見ていく。株式価値算定の前提となる財務予測が作り替えられているかを示すダミー変数(D4_{it})について、1の値をとる企業群と0の値をとる企業群の平均値の差が1%水準で有意な結果がでた。財務予測が作り替えられている場合(D4_{it}=1)はそうでない場合(D4_{it}=0)に比べて買収プレミアムの平均値が19.6%高い。このことから、経営者は恣意的に財務予測を作成している場合があることを指摘できる。経営者が恣意的に作成した財務予測から得られる株式価値算定結果は、本来一般株主が享受する利益を損なう。よって、財務予測を独立した第三者評価機関が作り直すことで買収価格を決定するプロセスの基礎となる株式価値算定において、恣意性が排除することに効果がある。その他の項目については、買収プレミアムの平均値に有意な差があるという結果は得られなかったが、フェアネス・オピニオンの取得

(D3_{i,t}) に関しては期待される効果と逆の結果が得られた。フェアネス・オピニオンを取得している場合

(D3_{i,t}=1) のほうが、そうでない場合 (D3_{i,t}=0) に比べて買収プレミアムの平均値が低い結果となった。

表3 単変量分析の結果

	P _{i,t}		D1 _{i,t}		D2 _{i,t}	
	P _{i,t} =0	P _{i,t} =1	D1 _{i,t} =0	D1 _{i,t} =1	D2 _{i,t} =0	D2 _{i,t} =1
平均	0.339	0.244	0.267	0.482	0.268	0.521
企業数	28	31	53	6	54	5
t 値	-1.604		2.254	**	2.470	**
P 値	0.114		0.028		0.017	
	D3 _{i,t}		D4 _{i,t}		D5 _{i,t}	
	D3 _{i,t} =0	D3 _{i,t} =1	D4 _{i,t} =0	D4 _{i,t} =1	D5 _{i,t} =0	D5 _{i,t} =1
平均	0.299	0.114	0.166	0.362	0.282	0.331
企業数	56	3	22	37	50	9
t 値	-1.369		3.484	***	0.596	
P 値	0.176		0.001		0.554	

※*、**、***はそれぞれ 10%、5%、1%の有意水準を示している。

6. おわりに

本稿では、上場子会社を完全子会社化する際に一般株主の利益保護をするため、公正性担保措置の情報開示に着目して検証を行なった。その結果、特別委員会は独立性よりも取引条件の形成に関与する能力が一般株主の利益保護に貢献することが明らかになった。これは、「M&A 指針」において公正性担保措置を施策した量よりも実質的に実施された措置が重要であるという指摘と整合的である。実質的な措置がとられたという情報を開示することで、親会社の利益相反行動が抑えられていることを一般株主に示している。また、親会社が公正性担保措置に関する情報開示を行なうインセンティブの1つに訴訟リスクを低下させることがある。このため、特別委員会の独立性といった外形的な取組みは単なるパフォーマンスにすぎず、一般株主の利益保護に効果が出なかったのではないかと考えられる。特別委員会の独立性が高くなる措置がとられているという情報から、一般株主は取引条件に公正性があると判断することを親会社側が逆手にとる可能性がある。例えば、権限を1つも与えていないが独立役員の高割合が高い特別委員会を設置したとする。このときに、「M&A 指針」から特別委員会の独立性の高さが公正性担保措置として高く評価できるといった一般株主は、買収価格が不当に低く設定されているにもかかわらず妥当な価格で設定されていると判断してしまう可能性がある。こうすると、新たな情報の非対称

性が生じることに繋がりがかねない。このように形式的な措置を利用して親会社が一般株主を出し抜く危険性があることが指摘できる。よって、特別委員会の取引条件の形成に関与できる実質的な実行能力を高める措置がとられている情報開示がなされることで、親会社が不当に低い買収価格を設定する行動を抑制できるのである。したがって、次のような提言を行う。

1. 「M&A 指針」において、特別委員会が取引条件の形成過程における実行能力を独立性よりも高く評価できる措置であると明言し、取引条件形成時に義務化し、措置が講じられたことを情報開示すること。

次に、第三者評価機関による株式価値算定においては、前提となる財務予測が経営者によって作成されたものから作り替えることで恣意性が排除されることがわかった。このような措置が行われている情報が開示されることで、親会社が財務予測を低く見積もるといふ行動がとれなくなる。よって、親会社が不当に低い買収プレミアムを設定するという行動を抑制できるのである。このように買収価格を形成するうえで実質的な効果のある措置であったと解釈できる。取引価格の基礎となる株式価値算定において恣意性が排除されることは、一般株主との情報の非対称性が緩和されることに貢献がある。したがって、第三者評価機関による株式価値算定について次

の提言をする。

2. 第三者評価機関による株式価値算定の前提となる財務予測を当該機関が作成し、その旨を情報開示すること。

これらの対策を行なうことで、一般株主のインフォームド・ジャッジメントをより正確に行える情報を開示することができる。また、このような情報開示を行なうことで、親会社が不当に買収価格を下げる行動は訴訟リスクを避けるために実行できなくなる。よって、一般株主との情報の非対称性も緩和され、親会社が買収価格を不当に低く設定する行動を抑制することで利益保護に貢献があると考えられる。

最後に、本稿の限界についてみていく。サンプル数の少なさと期間についての課題が挙げられる。

2019年6月に「M&A 指針」が発行されたため、特に発行日以降の取引サンプルが少なかった。そのため、「M&A 指針」で追加された公正性担保措置を実施している情報を開示している事例が少なく、重回帰分析において結果が得られず、単変量分析に留まってしまった。新しく追加された措置の例は、特別委員会の権限や株式価値算定過程に関して開示されるべき詳細な情報等が挙げられる。この追加された措置を実際には行なっていたが、「M&A 指針」の発行以前に情報開示が行なわれていなかった可能性がある。「MBO 指針」が発行されてから約10年の期間に蓄積された取引条件の形成に関して実務上行なわれている施策を見直し、明文化されたものが「M&A 指針」であることが理由として考えられる。「M&A 指針」が発行されて1年が経ち、研究対象になるサンプルが増えているため、今後は検証期間を延ばして更に精度の高い分析を行なっていく必要がある。

参考文献

- [1] 乙政正太 (2019) 「財務諸表分析」 同文館出版
- [2] 経済産業省 (2007) 『企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針』
- [3] 経済産業省 (2019) 『公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—』
- [4] 志馬祥紀 (2018) 『マネジメント・バイアウト (MBO) における株主間利益相反の回避と買収プレミアムの決定』 「証券経済研究」 第104号 pp. 45-60
- [5] 西山賢吾 (2020) 「純減が続く親子上場企業数」 『野村サステナビリティクォーターリー 2020 夏号 2020 vol. 1-2 SUMMER』 野村資本市場研究所
(http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2020_stn/2020sum12web.pdf) 参照日; 2020/10/12
- [6] 樋口晴彦 (2013) 「日本における社外取締役の現状とその課題: その独立性と機能の確保を中心に」 『千葉商大紀要』 第50巻2号 pp63-82
- [7] 増田咲紀 (2020) 「上場企業のROE、7年ぶり低水準 19年度 6.7%」 『日経新聞』
(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ060120850Y0A600C2EA2000/>) 参照日; 2020/10/15

第13回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ

応募締切予定 2021年10月20日(水)

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(2021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(2021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

・応募締切

2021年10月20日(水)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調査研究部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調査研究部
懸賞論文係 福永・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 (本号)
	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			
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	

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 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 木村 大樹	東京経済大学 経済学部4年 東京経済大学 経営学部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—	
第3回	優秀賞	金 鉉玉	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	

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『研究レポート』のバックナンバーは、「ディスクロージャー調査研究部」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/2021.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。2020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。

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ます。次第である。

第73回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2020年1月15日(水) 18:30~19:30

議題 「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 -」

第11回プロネクサス懸賞論文で優秀賞を受賞した作品「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 -」について、天野良明氏(京都大学大学院経済学研究科博士後期課程)による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

国際会計基準(IFRS)ならびに日本基準では現在、企業結合時に発生する「負ののれん」は発生期の利益として計上される。このような会計処理の根拠は、負ののれんの主な発生原因が、売り手と買い手の間の情報の非対称性等に起因する「割安購入」と考えられるため、被取得企業を安く購入できたという経済的事実を反映するために即時に利益として計上するというものである。

しかしながら、先行研究では負ののれんの発生原因が必ずしも割安購入だけに帰着されない可能性が示唆されている。特に、正ののれんと対称的に「負の超過収益力」により負ののれんが発生するののかについては、これまで検証されていない。もし負ののれんが負の超過収益力によって発生するのであれば、その効果は長期間にわたって取得企業の業績に影響すると考えられるため、負ののれんを即時利益計上する処理は望ましいとは言えない。

そこで本稿では、負ののれんと負の超過収益力との関連性、及び取得企業の業績への影響について検証した。日本の上場企業による負ののれんが発生した企業結合97サンプルを用いて分析を行ったところ、次のことが明らかになった。

る、次のことが明らかになった。

- (1) 負ののれん計上案件の被取得企業は負の超過収益力を有している
- (2) 取得企業の超過収益力(産業平均調整済営業キャッシュフロー比率)は、取得後3年間にわたり概ね取得前よりも低下している
- (3) 負ののれんを即時利益計上する新基準の導入後、取得企業の超過収益力(産業平均調整済当期純利益率)は取得年度において有意に増加している

すなわち、負ののれんの発生は負の超過収益力と関連しており、その効果は長期間に及んでいる。しかし負ののれんの即時利益計上は取得年度の利益のみを増加させるため、負の超過収益力の発現と対応していないと考えられる。よって以前の日本基準のように、効果の及ぶ期間にわたり負ののれんを定期的に償却する方が望ましい会計処理である可能性が示唆された。

第74回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2020年8月3日(月) 18:30~20:30

議題 「IASBの非GAAP指標の透明性を高める提案について」

「IASBの非GAAP指標の透明性を高める提案について」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〉

IASBは2019年12月に公開草案「全般的な表示と開示」を公表した。これは投資家のニーズに応えるため、純損益計算書に含まれる情報に重点を置いて、財務諸表における情報の伝達方法を改善することを目的としている。具体的な投資家のニーズとしては、

主に純損益計算書における企業間の比較可能性が不足していることや、EBIT・EBITDA・異常項目調整後利益などの非 GAAP 指標は有用であるが、企業間で定義が異なり、どのような調整が行われているか等、情報が不足している場合が多いことが挙げられており、本公開草案は（１）純損益計算書の小計、（２）財務諸表の分解表示、（３）経営者業績指標（MPM: Management Performance Measures）を主要な提案としている。

（１）純損益計算書の小計

まず、本公開草案では、純損益計算書における企業間の比較可能性が不足していること等から、純損益計算書に営業利益を含む追加的な小計項目を含めることを提案している。新たな純損益計算書で要求される区分として、営業・投資・財務・不可分の関連会社及び共同支配企業の４区分に分類されており、中でも営業区分に含まれる損益として、企業の主要な事業活動から生じる収益及び費用であることが示されている。例えば、主要な事業活動として顧客にファイナンスを提供している金融機関や投資会社等では、その収益及び費用を営業区分に含めるため、一部の収益・費用の表示位置が一般事業会社と異なる。また、営業区分の損益には、他の区分に分類されないすべての収益及び費用が含まれ、営業区分が残余であることも示されている。

（２）財務諸表の分解表示

次に、通例でない項目の開示を含む、財務諸表の分解表示の要求事項を改善することを公開草案では提案している。例えば、将来の数事業年度について生じないであろうと予想することが合理的（予測価値が限定的）な収益及び費用は、通例でない収益及び費用として、純損益計算書上、費用機能法を用いている場合には、費用性質法を用いた分析を単一の注記において開示することが要求されている。

（３）経営者業績指標（MPM: Management Performance Measures）

現在、EBIT (Earnings before interest and taxes) や、EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) 等、多くの Non-GAAP 指標が実務上使用されているものの、企業間で定義が異なるといった課題がある。そこで本公開草案では、収益・費用の小計である Non-GAAP 指標のうち、財務諸表の外での一般とのコミュニケーションにおいて使用されていること等の条件を満たすものが MPM と定義されている。その場合、MPM の計算方法、MPM がどのように企業の業績に関する有用な情報を伝えるのか、各 MPM と、最も直接的に比較可能な IFRS 指標（小計又は合計）との調整表等、単

一の注記において開示することを要求している。

第 75 回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2020 年 10 月 30 日（金）10:00~12:00

議題 「市場区分の再編に向けて」

「市場区分の再編に向けて」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〉

現在、東証の株式市場には、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ という 4 つの市場区分が存在しているが、将来を見据えて改善すべき課題が顕在化してきたことから、2016 年の中期経営計画で検討課題とされ、2018 年秋からは本格的な検討に着手した。

本則市場と呼ばれる市場第一部と第二部については、戦後再開した単一の取引所市場が市場第一部の原形であり、ここから 1961 年に実績ある中堅・中小企業向けの市場である市場第二部が生まれて現在の形となった。また、それまで上場機会のなかった新興企業の上場ニーズに応える形で 1999 年にマザーズが生まれている。実績ある中堅・中小企業や新興企業など多様な業態・成長段階の企業向けであり、本則市場とは異なる市場である JASDAQ は、2010 年にヘラクレスとの統合によって現在の形になっている。

現在の取引所は、「流通性の高い市場」である市場第一部と、特性の違いに応じて創設された各市場という性格を持っているが、同時に、市場第一部に流通性が高いこと以外に明確な特性がない状況や、2013 年の現物市場統合によって 1 つの取引所の中に重複した特性の市場が複数存在するという状況が生まれている。

このような状況の中、市場構造をめぐる課題として、各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとって利便性が低いこと、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの点で期待される役割を十分に果たせていないこと、投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しないことの 3 つが挙げられる。

これらを踏まえて市場区分の再編が検討されることとなった。金融庁では、2019 年に関係各界の有識者から提言を得るため金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ」が設置されて討議を行い、2019 年 12 月に取りまとめが公表された。また、この取りまとめを受けて、東京証券取引所が 2020 年 2 月に「新市場区分の概要等について」を公表した。この中で、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者

から高い支持を得られる魅力的な現物市場を提供することにより、豊かな社会の実現に貢献することを目的として、2022年4月に現在の4つの市場区分を、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3つに再編するとし、また流通株式の定義を見直すとした。

プライム市場のコンセプトは、多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場であり、株主数800人以上、流通株式時価総額100億円以上を上場基準とする。

スタンダード市場のコンセプトは、公開された市場における投資対象として一定の時価総額（流動性）を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする投資家のための市場であり、株主数400人以上、流通株式時価総額10億円以上を上場基準とする。

グロース市場のコンセプトは、高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場であり、株主数150人以上、流通株式時価総額5億円以上を上場基準とする。

これらは市場区分再編に向けての見直しの案であり、2020年11月に新規上場・市場変更等の基準に関して、新市場区分の基準を見据えた見直しを実施するほか、新市場区分の基準の詳細および今後改訂が見込まれる「コーポレートガバナンス・コード」の内容を踏まえて、上場企業が主体的に移行先の市場を選択することが見込まれている。最終的に、新市場区分への一斉移行日は2022年4月が想定されている。

〈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	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	三木 晃彦	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	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
委員	山田 周平	JFEスチール株式会社 経理部長
顧問	新井 武広	会計教育研修機構 専務理事・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

研究会事務局

(2020年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順)

2020年 研究部活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2020年1月15日	第73回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「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-」 （懸賞論文の優秀賞受賞作品） 講 師：京都大学大学院経済学研究科博士後期課程 天野 良明 氏
2月20日	『研究所レポート 第14号』を刊行
8月3日	第74回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「IASBの非GAAP指標の透明性を高める提案について」 講 師：鶯地 隆継 氏（有限責任監査法人トーマツ パートナー）
10月30日	第75回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「市場区分の再編に向けて」

編集後記

◇今回の懸賞論文受賞作品は、部門Ⅰが佳作3本となり、部門Ⅱは残念ながら受賞該当作なしと決定した。今回の応募件数は、新型コロナウイルスの禍中にあっても、学生・大学院生からの応募により、前回は上回る15件となった。前回より応募部門が2つに増えているが、両部門とも多くの作品が寄せられている。次回もさらに力のこもった作品の応募を期待したい。

研究レポート 2021 第 15 号

2021 年 2 月発行

©編集・発行 ディスクロージャー調査研究部

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。
当研究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[○]ート

株式会社プロネクサス
ディスクロージャー調査研究部

PRONEXUS.90901.2021.2(200)

