

氏名 (生年月日)	フジ タ ケン ト 藤 田 健 人 (1997年2月22日)
学位の種類	博士 (商学)
学位記番号	商博甲第81号
学位授与の日付	2024年3月14日
学位授与の要件	中央大学学位規則第4条第1項
学位論文題目	日本企業におけるプリンシパル間の対立と会計情報
論文審査委員	主査 山田 哲弘 副査 大沼 宏・山口 朋泰

内容の要旨及び審査の結果の要旨

1. 論文の構成と内容

まず、藤田氏の学位請求論文は下記のように構成される。

第1章 はじめに

第2章 日本のコーポレート・ガバナンスの特徴と関連研究の網羅的調査

第3章 ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスにおける親会社と非支配株主のPPコンフリクト

第4章 ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスにおける非支配株主持分と実体的利益調整指標

第5章 ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンス における親会社や複数の大株主が監査報酬に与える影響

第6章 おわりに

本論文の目的は、日本のコーポレート・ガバナンスにおける企業グループ内のPPコンフリクトと会計情報の関係を検証することである。日本では、アメリカのような高度に分散された所有構造とは異なり、集中所有構造を持つ企業が多い。集中所有構造を持つ企業では、株主と経営者との間のプリンシパル・エージェント・コンフリクト(principal-agent conflicts; PAコンフリクト)によって生じる問題だけでなく、支配株主と非支配株主とのプリンシパル・プリンシパル・コンフリクト(principal-principal conflicts; PPコンフリクト)によって生じる問題も考慮する必要がある。特に、日本では子会社が上場する慣行があり、加えて、日本企業が国外に進出する場合に現地法人を設立し第三者からの出資を募る場合が多く、日本企業の多くがPPコンフリクトを引き起こす要因を抱えている可能性がある。一方で、日本企業において広く採用されるステークホルダー志向のコ

コーポレート・ガバナンスの下では、経営者がグループ全体の売上高や市場シェアの最大化を目指す。その結果、キャピタルゲインの増加を通じて非支配株主の富も増加し、PP コンフリクトとその結果生じる問題が緩和される可能性がある。しかし、先行研究の多くは、日本企業の個々の子会社で生じる PP コンフリクトとその影響について研究しているのみであり、PP コンフリクトがグループ経営全体に与える影響について分析した研究や、会計情報と関連付けた研究は少ない。

藤田氏は、このような日本のコーポレート・ガバナンスの下での企業グループ内の PP コンフリクトと会計情報の関係を検証している。具体的には、第 2 章で丁寧な先行研究のサーベイを行ったうえで、第 3 章から第 5 章では、日本のステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスにおける PP コンフリクトの実態や、PP コンフリクトと会計情報との関係を実証的に分析し、第 6 章において発見事項をまとめている。以下、藤田氏の分析内容と発見事項を簡単に要約する。

第 3 章では、日本の企業グループ内における PP コンフリクトの実態について分析している。先行研究では、日本の上場子会社において親会社が非支配株主の富を搾取する一方で、子会社に売上成長機会を分配することによって PP コンフリクトを緩和していることが示唆されている。しかし、富の移転先や成長機会の分配元である親会社が分析対象に含まれていないという問題があった。これに対して藤田氏は、親会社単体の個別財務諸表と企業グループの連結財務諸表の両方を比較して分析することで、PP コンフリクトによって生じうる富の搾取や、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスにおける PP コンフリクトの緩和策について、親会社と子会社の両者の視点から観察している。分析の結果、(1) 連結貸借対照表の純資産に対する非支配株主持分の比率 (minority equity ratio; MER) が大きいほど子会社から親会社に利益が移転されること、(2) MER が大きいほど子会社の売上高成長率が高いことが析出された。また、こうした傾向は、外国人持株比率が小さく、コーポレート・ガバナンスがステークホルダー志向に近いと考えられる企業群ほど強かった。したがって、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスが実施される日本企業では、子会社から親会社へ利益が移転される一方で、子会社へ売上高成長機会を分配することで PP コンフリクトを緩和していることが示唆された。

第 4 章では、第 3 章で明らかにした PP コンフリクトを緩和するための経営行動が会計情報に与える影響を検討している。具体的には、日本の企業グループにおける親会社と子会社の非支配株主との間の PP コンフリクトが、実体的利益調整 (real activities manipulation; RM) を推定するモデルにノイズを生じさせるかどうかを分析した。先行研究によれば、RM の推定で一般的に用いられる Roychowdhury (2006) のモデルによって推定された RM 指標には、真の RM だけではなく、業績、時系列性、企業の成長戦略といった要素に起因する測定誤差が含まれることが指摘されている。藤田氏の着眼点は、これらに関連する要素として PP コンフリクトに関連する親会社の行動が RM 指標に影響するかどうかという点にある。すなわち、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの下では、親会社と非支配株主の PP コンフリクトを緩和しながら企業グループを成長させるために子会社の売上高を最大化する戦略が採用される可能性があり、これらが RM 指標にノイズをもたらす可能性がある。分析の結果、MER が大きい企業では、PP コンフリクトを緩和する経営戦略が RM 指標に

測定誤差をもたらし、その結果 RM の検出に関してタイプ I エラーを生じることが明らかになった。また、経営戦略に影響を与える変数をコントロールして RM 指標の推定を行うことで、MER に関連するバイアスを修正できることが示された。

第 5 章では、監査報酬を分析することによって、所有構造と会計情報の質の関係を検討している。具体的には、日本の上場子会社において、親会社による所有と親会社以外の複数の大株主(multiple large shareholders; MLS)が監査報酬の水準に与える影響を明らかにした。ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスを採用する企業では、ステークホルダーのモニタリングによって PP コンフリクトが緩和され、また、情報の非対称性が私的チャネルを通じて解決される。このため、監査人の監査努力(監査報酬)の水準は、PP コンフリクトによる監査リスクよりも、ステークホルダーの要求に強い影響を受けると考えられる。このような観点から親会社、MLS が監査報酬に与える影響について考察すると、(1)日本の親会社は成長性が高い部門を子会社としてスピンオフする傾向があり、上場子会社の資本コストを低下させるインセンティブを持つ。このため、日本の上場子会社では、親会社が監査人により大きな監査努力を要求すると考えられる。(2)しかし、MLS が存在する場合には、上場子会社はごく限られた少数の大株主から資金を調達できるため、親会社が上場子会社の監査人に要求する監査努力の水準は軽減されると考えられる。分析の結果はこれらの予想と整合的であった。

2. 学術的貢献

2.1. 会計学研究に対する貢献

本論文は、会計学研究に対して次の 3 つの貢献がある。第一に、非支配株主持分が企業グループ内の PP コンフリクトの分析に資する情報価値をもつことを示した。非支配株主については、もっぱら連結基礎概念に基づく財務諸表の認識・測定・開示や価値関連性に関する議論がなされている。これに対して本論文は、非支配株主持分が親会社の搾取行動や売上成長機会の配分といった、PP コンフリクトに関連する経営行動と関連することを示した。このため、非支配株主持分はグループ経営の効率性に関わる数値であり、投資家にとって有用な情報であると考えられる。

第二に、日本特有のコーポレート・ガバナンス慣行が実体的利益調整の測定に影響を与える実証的な証拠を提示した。これまでの会計学研究では、PP コンフリクトが懸念される場合に支配株主が非支配株主からの搾取を隠蔽するインセンティブをもつため、利益調整を行うことや、会計情報の質を低下させることが示されている。これに対して、本論文は、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの下で、PP コンフリクトを緩和しようとする経営行動が RM 指標にノイズを生じさせることを析出している。したがって、これまでの会計学研究で観察されてきた RM には、利益調整を目的としない行動が含まれている可能性があり、コーポレート・ガバナンス慣行を考慮して再検証する必要があるかもしれない。

第三に、監査報酬を観察することによって、コーポレート・ガバナンス慣行の違いが会計情報の需要に影響を与えることを明らかにした。本論文はステークホルダー志向のコーポレート・ガバナ

ンスが実施されている日本企業において、親会社による所有が上場子会社の監査報酬を増加させる一方で、MLS の存在が親会社による所有と監査報酬の正の関係を低減することを析出している。これは、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスが実施され、エージェンシー・コストに起因する高品質な会計情報に対する需要が小さい状況下であっても、所有構造が会計情報に対する需要に影響することを示唆している。これまで、日本特有のガバナンス慣行と会計情報に対する需要との関係を実証的に示した研究は限られており、本論文はその追加的な証拠を提供するものである。

2.2. その他の学術的貢献

本論文は日本企業に特徴的な PP コンフリクトの抑制行動を観察しているという点で、コーポレート・ガバナンス研究にも貢献している。特に、日本企業において、親会社が非支配株主の存在する子会社の利益を移転する一方で、そうした子会社に売上成長機会を積極的に配分することにより、PP コンフリクトを抑制しながら企業グループ全体の成長を達成していることを示唆する分析結果は、搾取される子会社のコーポレート・ガバナンスだけでなく、搾取する親会社のコーポレート・ガバナンスが子会社の PP コンフリクトに重要な影響を与えることを示唆しており、大変興味深い。

加えて本研究は、非支配株主に関する情報開示、個別財務諸表の取り扱い、監査制度等、会計制度設計や、コーポレート・ガバナンス改革などの実務的なインプリケーションも多く含まれている。

3. 今後の課題

本論文は、日本企業のコーポレート・ガバナンスと会計情報の関係について、アーカイバルデータを用いた実証的な分析を重ねており、非常に優れた研究であると評価できる。一方、残された課題がないわけではない。藤田氏のさらなる研究の発展に期待し、いくつかの課題を指摘したい。

3.1. より直接的な代理変数の使用について

本論文では、PP コンフリクトを生じさせる要因の代理変数として「非支配株主持分」を主に用いている。しかし、非支配株主持分の中には支配株主である親会社に協力的な株主もいれば、藤田氏の想定するように対立的な株主も存在するであろうと考えられる。いいかえれば、非支配株主自身も、その実態や要求内容は多様であり、一つのまとまった集団として考えてよいかどうかは検討の余地があるといえる。

この解決策として考えられるのは、株主構成に直接注目する方法であり、例えば第 5 章では上場子会社の親会社と MLS という株主構成に注目している。この方法は非支配株主に注目する方法に比べて株主の性質を特定しており、より直接的な方法であるといえるだろう。ただし近年の研究では、この株主を所有する支配株主、すなわち ultimate ownership が分析に用いられることも多い。こうした代理変数の精緻化によってより適切な分析が可能になるだろう。

3.2. コーポレート・ガバナンスの実効性について

本論文ではプリンシパルとエージェントの対立を主に検討しているが、この対立は一般的に投資家保護が弱く、法の支配の弱い国によって生じる問題であると考えられている。このため、日本においてプリンシパル間の利害対立の調整が行われていないかもしれないとする立場をとる場合、その議論を支えるだけの十分な議論が必要だろう。同時に、コーポレート・ガバナンスの実効性について、米国以外の国では理論モデル通りの実証結果があまり観察されず、その国や企業の状況に依拠する部分が多いとの指摘がある。藤田氏のデータ分析の発見事項がどの程度実務と整合的かどうかを確かめることで本論文のもっともらしさが補強されるはずである。例えば、アンケートやインタビュー調査等を通して、日本企業が実際に置かれた状況をより正確に把握することも重要だろう。

4. 口頭試問

2024年1月9日に口頭試問をおこなった。本論文の背景となる先行研究、予想、研究方法、発見事項について整理したうえで、それらに関する知識や今後の研究の方向性について質疑応答を行い、その結果、十分な研究能力を備えていることを確認した。

論文の評価

以上を総合的に鑑み、藤田健人氏の博士学位申請論文「日本企業におけるプリンシパル間の対立と会計情報」は、中央大学大学院商学研究科の博士（商学）の学位授与に十分に値するものと評価する。