

# 博士論文要旨

## 日本企業におけるプリンシパル間の対立と会計情報

令和6年3月

中央大学大学院商学研究科商学専攻博士課程後期課程

21R1101001E

藤田 健人

## 1. 本論文の背景

コーポレート・ガバナンスとは、企業を取り巻く様々なステークホルダーの利害と経営者の行動を一致させる仕組みのことを指す(Tirole, 2001)。コーポレート・ガバナンスを議論する際には、企業の所有構造によって焦点を当てるべき問題や効果的なコーポレート・ガバナンス・メカニズムが異なることを考慮する必要があるだろう。

アメリカやイギリスのような証券市場が高度に発達した国では、株式が広く分散した株主によって所有される。このような場合には、企業価値最大化を目指す株主と私的便益最大化を目指す経営者の間に利害対立が生じる可能性がある(Jensen & Meckling, 1976)。株主と経営者の利害対立は、契約の依頼人(principal)と代理人(agent)の利害対立であることから、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)と呼ばれる(Shleifer & Vishny, 1997)。これまでのコーポレート・ガバナンスや会計学に関する学術研究は、分散所有を前提に、PA コンフリクトに焦点を当てて議論するものが多い。

しかし、世界的にみると特定の株主によって集中所有される企業が多く見られるため、アメリカやイギリス以外の国の企業では分散所有の前提が成り立たない可能性がある。(Claessens et al., 2000; Faccio et al., 2001; La Porta et al., 1999)。集中所有は、経営者に対する効率的なモニタリングを可能にするため、PA コンフリクトを緩和する(Shleifer & Vishny, 1986, 1997)。その一方で、集中所有が顕著になり、企業のコントロール権を持つ支配株主が存在する場合には、支配株主が非支配株主の富を搾取して私的便益を得ることができるため、支配株主と非支配株主の利害対立が問題になる。こうした利害対立はプリンシパル・プリンシパル・コンフリクト(principal-principal conflicts; PP コンフリクト)と呼ばれる(Dharwadkar et al., 2000; Young et al., 2008)。

これに関して、東京証券取引所上場企業における筆頭株主の持株割合の平均値は、2021年時点で23%となっている。すなわち、日本企業の株式は特定の株主に集中所有される傾向があるため、分散所有を前提とすると、コーポレート・ガバナンスに関する議論や分析が不十分になる可能性がある。加えて、東京証券取引所上場企業における筆頭株主の持株割合が20%を超える企業の割合は、2021年時点で45%となっている。PP コンフリクトを分析した先行研究では、筆頭株主が支配株主であるか否かの判定基準を La Porta et al., (1999)に基づいて20%に設定することが多い。この基準に従えば、多くの日本企業に支配株主が存在するといえる。したがって、日本のコーポレート・ガバナンスを議論する際には、集中所有を前提にPP コンフリクトを考慮する必要があるかもしれない。

日本では、PP コンフリクトが政策課題として注目されており、特に上場子会社における親会社と非支配株主との間に生じるPP コンフリクトが主要な関心を集めている(Financial Times, 2005, 2007, 2018)。親会社は株式所有だけでなく取引関係や人的関係を通じて上場子会社の意思決定を実質的にコントロールしている。親会社は、企業グループ

価値最大化の観点から子会社を経営するため、必ずしも上場子会社の企業価値を最大化するとは限らず、PP コンフリクトが生じることがある。こうした上場子会社における PP コンフリクトに対応するために、2010 年代後半から 2020 年代初頭にかけて、上場子会社の非支配株主を保護する法制度やソフトローが強化された。

ただし、上場子会社だけでなく、非上場の子会社も PP コンフリクトの火種を抱えている可能性がある。日本企業が支配する子会社の所有構造を観察すると、親会社以外の株主から出資を受ける子会社は 2020 年時点で約 39,000 企業ある。一方で、日経 NEEDS-FinancialQUEST から取得したデータによれば、親会社の議決権所有割合が 50%を上回る上場企業、すなわち上場子会社であると考えられる企業は、2020 年時点で 235 企業ある。このため、親会社以外の株主から出資を受ける子会社の数に対して上場子会社の数は極めて少ない。また、上場子会社は証券市場の規制に従う必要があることや、非上場の子会社よりも利害関係者が多いことから、コーポレート・ガバナンスの状況が非上場の子会社とは異なると考えられる。したがって、企業グループ内で生じる PP コンフリクトの全体像を把握するためには、非上場の子会社も含めた議論が必要であると考えられる。

また、子会社で生じる PP コンフリクトは、企業グループ全体の経営に影響する可能性がある。PP コンフリクトによるエージェンシー・コストを抑制するために子会社の配当を増額すると、企業グループの内部資本が減少し、企業グループ全体の成長が抑制される可能性がある(Young et al., 2008)。加えて、親会社が子会社の余剰資金を吸収するといった資源配分の最適化を図る行動は、非支配株主の反対に遭い、その結果としてグループ内の資源配分が非効率的になるかもしれない。

一方で、日本のステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスが PP コンフリクトを緩和すると予想されている(Young et al., 2008)。伝統的な日本のコーポレート・ガバナンスは、銀行や取引企業といった、長期的かつ戦略的な利益を求めるステークホルダーによるモニタリングに特徴づけられる(Aoki, 1990; Yoshimori, 1995)。このため、日本企業の経営者は、長期的な目標に基づいて戦略を策定・実行するようになり、結果として売上高や市場シェアの最大化を目指す傾向がある(Abeglen & Stalk, 1985; David et al., 2010)。売上高や市場シェアの最大化によって企業が成長するのであれば、キャピタルゲインを通じて非支配株主にも富が分配され、PP コンフリクトが緩和されうる。

実際に、多くの日本企業は連結財務諸表に非支配株主持分を計上している。2021 年時点で、東京証券取引所上場企業のうち 47%の企業が非支配株主持分を計上している。PP コンフリクトの影響が大きいと仮定すると、親会社以外の投資家にとっては出資に応じないこと、親会社にとっては子会社を完全子会社化することが合理的な行動と考えられる。それにもかかわらず、多くの日本の企業グループに非支配株主が存在しているということは、親会社と非支配株主の PP コンフリクトを緩和する何らかのメカニズムが働いていることを示唆している。すなわち、日本のステークホルダー志向のコーポレート・ガバナン

スの下では企業グループの全体最適と個々の子会社の部分最適が両立しており、PP コンフリクトが緩和されるため、多くの非支配株主が存在している可能性がある。

このような、日本特有のコーポレート・ガバナンスの下で生じる企業グループ内の PP コンフリクトの実態については実証的証拠の蓄積が少なく、日本の親会社の子会社の非支配株主を搾取しているかどうかについて一貫した結果が得られていない(Sakawa & Watanabel, 2018; 大坪, 2011; 宮島, 2011)。また、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスが PP コンフリクトを緩和することが示唆されているものの(Sakawa & Watanabel, 2018; Young et al., 2008)、具体的な緩和メカニズムについては検証されていない。さらに、上場子会社という限られたケースのみが分析されており、個々の子会社で生じる PP コンフリクトが企業グループ全体に与える影響は明らかにされていない。

加えて、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスを前提とした、PP コンフリクトが会計情報に与える影響については、これまでほとんど議論がなされていない。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、PP コンフリクトを緩和するような経営が行われる(Sakawa & Watanabel, 2018; Young et al., 2008)。PP コンフリクトの影響で経営行動が変化すれば、結果として会計情報の性質も変化すると考えられる。また、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、ステークホルダー間の利害は私的チャネルを通じて解決されるため、会計情報の質は主要なステークホルダーの要求によって決まる(Ball et al., 2000)。先行研究では、非支配株主の存在が大きく、PP コンフリクトが生じうる場合に、主要なステークホルダーがどのような会計情報を要求するかは明らかにされていない。

## 2. 本論文の目的

本論文の目的は、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、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にある。具体的には、次の 3 つの検証課題に取り組む。第一に、会計情報を用いた分析を通じて、日本で実施される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、企業グループ内の PP コンフリクトの実態を解明する。非支配株主持分が大きい企業は、子会社に親会社と異なる利害を持ちうる株主が多く存在し、企業グループ内の潜在的な PP コンフリクトが大きいと考えられる。一方で、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企業では PP コンフリクトが緩和されることが示唆されている(Sakawa & Watanabel, 2018)。本論文では、非支配株主持分という容易に入手可能な会計情報を用いて、親会社による搾取の有無や PP コンフリクトの緩和政策を分析し、企業グループ内の PP コンフリクトの全体像を明らかにしたい。

第二に、日本のステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの下で、企業グループ内の PP コンフリクトが利益調整指標に与える影響を分析する。実体活動の変更を通じ

た利益調整(real activities manipulation; RM)は主要な利益調整手法の一部である。しかし、RM 指標を推定するモデルには、利益調整を目的としない要因による誤差が含まれることが指摘されている(Srivastava, 2019)。本論文では、こうした RM 指標に含まれる誤差の新たな要素として、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの下で行われる、PP コンフリクトを緩和するための戦略を検討する。

第三に、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、集中所有と監査報酬の関係を分析する。監査報酬は、被監査企業の規模や複雑性のような他の要因をコントロールすると、監査の質を反映し、結果として会計情報の質を反映する(DeFond & Zhang, 2014; Rajgopal et al., 2021)。このため、所有構造と監査報酬の関係を分析することで、利益調整指標のような PP コンフリクトの影響を受ける変数を用いることなく、集中所有と会計情報の質の関係を捉えることができるだろう。

### 3. 本論文の構成と各章のまとめ

本論文では、以下のような構成で議論を進めてきた。第 2 章では本論文で取り組む研究課題を明確にするために、先行研究のレビューを通じて日本のコーポレート・ガバナンスの特徴や PP コンフリクトの理論的な背景を整理した。日本のコーポレート・ガバナンスは緊密な企業間ネットワークとメインバンク・システムに特徴づけられ、ステークホルダー志向とされている。このため、経営者は、ステークホルダー全体の要求を満たすために売上高や市場シェアの最大化を目指す傾向にある。結果として非支配株主の富も最大化される場合が多く、日本企業では PP コンフリクトが緩和される可能性がある。先行研究では日本のコーポレート・ガバナンスを考慮した PP コンフリクトの分析がなされているものの、PP コンフリクトが企業グループ全体の経営行動や会計情報の性質に与える影響が分析されていない。

そこで第 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た。まず、第 3 章では、親会社の個別財務諸表と企業グループの連結財務諸表を比較しながら分析することにより、日本の企業グループ内における PP コンフリクトの実態を検証した。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、親会社が非支配株主の存在する子会社から利益を移転するものの、子会社への売上高成長機会の分配によって PP コンフリクトを緩和していることが示唆された。

次に、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、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。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す、その結果、RMに関するタイプIエラーが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4章で示したように、利益調整指標はPPコンフリクトの影響を受けるため、所有構造と会計情報の質の関係を適切に捉えることができない。そこで第5章では、監査報酬を分析することによって、集中所有と会計情報の質の関係を検証する。具体的には、日本の上場子会社における、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検証した。分析の結果、①親会社による所有が上場子会社の監査報酬の上昇につながる、②MLSの存在が親会社所有と監査報酬との正の関係を弱めることが示された。この結果は、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの下では、親会社は会計情報の質を向上させるために高水準の監査努力を要求する一方で、MLSが存在する場合にはそうした要求が減少することを示唆している。

## 4. 本論文の貢献

### 4.1. 学術研究に対する貢献

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。非支配株主に関する会計学研究では、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(例えば、FASB, 1991; So & Smith, 2009; 浅野, 2000 など)。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RM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るため、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、本論文は、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。これまで、日本特有のガバナンス慣行が会計情報の需要に影響すること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。

また、本論文は次の2点でコーポレート・ガバナンス研究に貢献する。第一に、本論文の分析結果は、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスがPPコンフリクトを緩和する具体的なメカニズムを示した点でコーポレート・ガバナンス研究に貢献する。また、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いる点で、さらなる研究の道筋を示すものである。

第二に、本論文は、コーポレート・ガバナンス研究の応用可能性を広げた。これまでの先行研究では様々なガバナンス変数が提案されてきたものの、データの入手が困難なものや変数の作成方法が複雑なものが多い。本論文は非支配株主持分という単純な指標を使うことでPPコンフリクトに関する経営行動を分析した。非支配株主持分は有価証券報告書から容易に入手することができるため、一般投資家がガバナンス研究の成果を利用する上で役立つ可能性がある。

本論文は、経営学研究に対しても次の2点で貢献すると考えられる。第一に、イノベーション研究にとって示唆に富む点である。本論文第3章の分析結果は、コーポレート・ガバナンスがステークホルダー志向である親会社が、非支配株主の存在する子会社に経営資源を積極的に分配することで、PPコンフリクトを緩和しながら企業グループ全体を成長させることを示唆している。このため、親会社のガバナンスの形態は企業グループ内のリスク投資に対して影響を与えうる。今後の研究では、本論文で扱ったステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスとリスク投資とを結びつけて研究することで、日本企業のイノベーションの一端を明らかにできる可能性がある。

第二に、組織間の業績の違いの要因を検討する戦略研究にも貢献する。本論文は、多くの日本企業で実施されるステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスが、特に資源配分や情報開示の質において、企業グループという企業間の関係性に影響を与えることを示している。コーポレート・ガバナンスのあり方は、制度的・文化的な背景によって国や地域によって異なっており、日本企業のコーポレート・ガバナンスを考慮した分析を行うことで、新たな組織間の戦略研究が展開できる可能性がある。

#### 4.2. 制度設計に対する貢献

本論文は情報開示に関する制度設計に対して2つの貢献がある。第一に、本論文は非支配株主持分が企業グループの経営行動や会計情報のバイアスと関係することを示している。このため、非支配株主に関する詳細な情報は親会社株主をはじめとした企業グループのステークホルダーからの需要があると考えられる。今後は、非支配株主の属性や属性ごとの持株割合といった情報を開示する必要があるかもしれない。

第二に、本論文は親会社の個別財務諸表と連結財務諸表を比較することにより、企業グループ内のPPコンフリクトの全体像を解明しており、個別財務諸表の意義を示唆して

いる。本論文は、連結財務諸表と個別財務諸表の両方の開示が有用であることを示唆しているため、個別財務諸表を極端に簡素化することは適当でないかもしれない。

本論文は、監査制度にも示唆を与えている。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る日本では、支配株主やMLSが存在する場合に、彼らの要求によって監査業務が影響を受けることを示唆している。外部監査人は、サステナビリティ報告の保証のような様々な非監査業務を提供しているため(KPMG, 2022)、非監査業務も支配株主やMLSの影響を受ける可能性がある。本論文は監査人だけでなく、監査制度の設計や非監査業務との関係を検討する基準設定主体にも有益である。

本論文はコーポレート・ガバナンス改革に対しても2つの貢献がある。第一に、シェアホルダー志向のコーポレート・ガバナンス・メカニズムの導入を検討する制度設計者や実務家に有益である。本論文は、日本の伝統的なステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスがもたらすメリット、すなわちPPコンフリクトを緩和し、企業グループ経営の効率性を向上させる可能性があることを示している。その一方で、外国人株主が主要な株主となるような新しい企業にはシェアホルダー志向のガバナンス・メカニズムが効果的に機能する可能性がある。したがって、すべての企業に一律にシェアホルダー志向のガバナンス・メカニズムを導入するのではなく、株主構成に応じて規制の実施方法を変えることで、規制改革に伴うコストが低下するかもしれない。

第二に、本論文は上場子会社に関する議論に貢献する。子会社を上場させることは日本特有の慣行と言われており、親会社と非支配株主のPPコンフリクトが生じることが懸念されている。本論文のように、子会社で生じるPPコンフリクトがグループ経営にどのような影響をもたらすかを分析することは、コーポレート・ガバナンスに関する制度設計者、あるいは日本企業のアナリストや経営者が子会社上場の是非を検討する判断材料を提供すると考えられる。

## 5. 将来の展望

本論文は、企業グループ内のPPコンフリクトが日本のガバナンス環境においてどのように緩和され、会計情報の性質にどのように影響を及ぼすかを明らかにした。これらの分析結果は、学術研究に新たな視点を提供するだけでなく、会計制度やコーポレート・ガバナンス制度の設計に対する示唆も含んでいる。今後は、以下のような3つの観点から本論文の内容を拡張することで、より深い知見を得る可能性があると考えられる。

第一に、非支配株主の構成について検討することである。非支配株主の中に外国人株主が存在するか否か、また非支配株主がMLSであるか否かといった要素は、企業グループ内のPPコンフリクトに大きな影響を与える。例えば、シェアホルダー志向のコーポレート・ガバナンスを求める外国人株主が非支配株主の多くを占める場合には、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスに起因する子会社からの利益移転や売上成長機会の



分配が制約され、グループ経営の効率性が低下する可能性がある。本論文ではデータの制約上分析しなかったが、非支配株主の構成がグループ全体に与える影響を分析する必要があるかもしれない。

第二に、ガバナンス慣行の長期的な変化を検討することである。現在、日本企業のコーポレート・ガバナンスはステークホルダー志向からシェアホルダー志向に変わる過渡期にある。シェアホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの下では、親会社がグループ全体の成長ではなく、短期的な利益を目指すようになるかもしれない。その場合、親会社は子会社の利益を移転するものの、子会社に売上成長機会を分配しないため、PPコンフリクトを深刻化させると考えられる。また、成長性の高い子会社をスピノフする傾向が減少する可能性がある。結果として、子会社のエージェンシー・コスト削減への親会社のインセンティブが低下し、子会社に対して高品質な会計情報を要求しなくなることが予想される。シェアホルダー志向のコーポレート・ガバナンス・メカニズムの導入を目指す近年のガバナンス改革を評価するために、ガバナンス慣行の変化が経営行動や会計情報に与える影響の分析は重要である。

第三に、会計学研究と隣接分野との接合を行うことで現実に根差した豊かな議論・分析を行うことができるかもしれない。会計情報を読み取るだけではそこに含まれる企業の経営行動を適切に捉えることは困難であるものの、異なる視点を取り入れることで正確な解釈ができる可能性がある。例えば、第4章で示したように、これまで利益調整として捉えられてきた行動は、コーポレート・ガバナンスの視点から分析すれば、親会社による子会社からの利益移転と子会社に対する売上成長機会の分配を意味している可能性がある。また、複数の隣接分野の多様な視点を導入することも重要である。コーポレート・ガバナンス研究の視点から見れば、親会社が非支配株主の存在する子会社に売上成長機会を分配することは、PPコンフリクトを緩和するため、望ましい行動であると考えられる。しかし、既述のように、こうした経営行動が結果的にイノベーションの低迷を招きかねず、イノベーション研究の視点からは望ましい行動とは言えない可能性がある。したがって、会計学研究と隣接分野との接合を行うことで、会計の主要な役割とされる契約支援機能と意思決定支援機能を高め(須田, 2000)、企業とステークホルダーの信頼関係をより適切に築いていくことにつながるのではないだろうか。