

# コーポレート・ガバナンス とディスクロージャー

- 1 CFOの役割から考える積極的ディスクロージャーのあり方  
—「開示（disclosure）」から「ステートメントへ」—  
永岡英則（株式会社VOYAGE GROUP）
- 2 不適切な会計処理問題を考える  
高山昌茂（協和監査法人 公認会計士）
- 3 企業のカバナンス改革は意図的な不正行為の防止に有効か？  
青木英孝（中央大学）
- 4 ファンドによる企業支配と適時開示  
—昭和HDの事例より—  
三和裕美子（明治大学）

2015年12月20日(日)に早稲田大学において第12回研究大会が開催され、統一論題テーマは「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」と設定されました。統一論題では、奥村雅史氏（早稲田大学）を司会、亀川雅人氏（立教大学）を座長とし、永岡英則氏（株式会社VOYAGE GROUP）・青木英孝氏（中央大学）・三和裕美子氏（明治大学）よりご報告があり、その後に活発なディスカッションが行われました。

特集（3）では、当日配布された要旨集より、各報告者の報告要旨を再掲し、当日会場に来られなかった会員のために、討論の概要をお伝えすることにします。なお、高山氏は当日急用のためやむなく欠席でしたが、ここでは誌上参加して頂きました。

# CFOの役割から考える 積極的ディスクロージャーのあり方 — 「開示 (disclosure)」から「ステートメントへ」 —

永岡 英 則(株式会社 VOYAGE GROUP)

## 1. 問題意識とその背景

近年日本の資本市場がコーポレートガバナンスというキーワードを軸に、急速に変化しつつある。トリガーとなったのは「スチュワードシップコード」「コーポレートガバナンスコード」「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート)が相次いで出されたことだが、その中心を貫いている問題意識は、長年にわたって低い水準に放置されてきた日本企業の資本効率を上げることの必要性や重要性である。

しかし一方で、啓蒙主義的な掛け声やべき論だけで、企業や市場に長年染み付いてきた行動様式が簡単に変わるものでもなく、そこには実態的な方法論が存在していなければならない。ここで注目されるのが、投資家と企業(経営者)との「対話(engagement)」であり、資本効率を上げていくための手段として最も重要なもののひとつとして位置づけられている。

さらにこうした社会の動きに連動するかたちで、CFO(最高財務責任者)の役割も強調されるようになってきている。企業行動が本質的に変化していくためには、それを主導する主体が必要であり、その中心的存在がCFOである。本報告では、このような社会背景と問題意識に基づき、CFOが本来持つべき役割から、コーポレートガバナンスが深化していくための今後のディスクロージャーのあり方を論じる。

## 2. CFOの役割とは

少なくとも日本においてはCFOなる役職がそれほど長い歴史を持っておらず、企業に肩書きとして登場してきたのは近年のことである。いまだに単なる「経理財務担当役員」という取締役会の一員程度の認識で語られることも少なくない。しかし本来CFOが持つ役割と意味はもっと大きなものである。

2つの側面からこれを捉えることができると考えられる。一つは社内に対してのあり方である。社内に対しては、ファイナンスを含めた経営システムを司る船頭であり行司、そして事業を推進する経営トップのパートナーとしての役割を持っている。

もう一つは社外に対してのあり方であり、それは企業価値の体現者としての存在である。企業価値は

市場との関係の中に存在するが、最終的にはファイナンスを言語として議論され、成立する概念である。その中心にいるCFOは、いわば「最高企業価値責任者」と言うべき存在なのではないだろうか。

こうしたCFOの役割をふまえると、市場との対話はCFOの極めて重要な仕事のひとつであり、高度な専門性をもって遂行すべき機能である。さらにそれは、企業価値を向上させるという方向性をもって行わなければならない。

### 3. 対話の本質とは

投資家と経営者の対話と言ったときに、その目的は単に両者の持つ情報の非対称性を少しでも解消する/緩和すること、と理解すべきなのだろうか？そうであるとする、単に企業が開示量を増やせば良いという結論になりかねない。なぜ「開示」ではなく「対話」なのか、以下で考えたい。

そもそも投資家と経営者で共有すべき情報とは何か。それは投資家が資本提供するに当たり、あるいは経営者が当該企業の経営を遂行するに当たり、その判断に必要、あるいは有用な情報や知識のほずである。そのような情報や知識を2つの軸によって分類してみよう。一つの軸は形式知化されたものか、暗黙知的なものかという軸。もう一つの軸は過去（結果）のものか未来のものかという軸である。

これまで企業が開示として対象としてきたものの大半は、財務情報を中心とした、過去に関する形式知化された情報についてであった。なぜならばそれらの情報や知識は固まったもの、確かなものであり、はっきりとした事実を隠さないことがdisclosureの中心的概念であった。

しかし一方で、投資とは完全に未来志向な行為であると同時に、経営も同様に未来を考えることに他ならない。そうであるとする、コーポレートガバナンスが想定する投資家も経営者も共通して持つ当該企業への利害、つまり継続的な企業価値の向上に資するための、本来あるべき情報や知識の共有は、この未来志向に合致した性質のものであるべきだと言える。それは過去の事実（fact）だけではなく、未来への洞察（insight）や意志（will）構想（story）や不確実性（risk）といった、非財務的であるばかりでなく、暗黙知的なものにならざるを得ないはずである。

このことが、近年必要とされる「対話」を対話たらしめる意義であると考えられる。つまり単なる一方向的な開示なのではなく、双方向に議論が成立する土壌は、こうした過去情報としての事実の共有化だけではなく、不確実性についての情報や知識の共有があって始めて成立するし、これまでにはない価値を投資家と経営者によって生み出し得ると言える。

### 4. 開示からステートメントへ

では、継続的な企業価値向上に資する、「対話」のベースとなるような情報や知識とはどのように表現されるのであろうか。先に述べたとおりそれは未来に関する、必然的に暗黙知的な内容にならざるを得ず、形式的あるいは定量的な表現はそもそも不可能である。よってそれは経営者、特に企業価値を通じた対話に責任を持つべきCFO個人による、主観（と言われかねない内容）すらも伴った「表明（Statement）」のような性質になるはずであると筆者は考えている。当然に個別企業ごとに表現される

内容や力点が大きく異なる。

近年一部の大企業によって作成されるようになった統合報告書が、非財務情報の重要性については言及される。しかし統合報告書は、作成に多大なコストがかかる点、形式的になりがちな点、総花的になりがちな点において、これまで述べてきたステートメントとしての機能を十分に果たせないのではないか。

最後に経営者によるステートメントがうまく機能し、質の高い対話が実現した場合、エージェンシーコストの低下を通じた企業価値の向上が期待できることを指摘しておきたい。

---

《参考文献》

『ROE最貧国 日本を変える』（『山を動かす』研究会著、日本経済新聞出版、2014年12月）

『持続的成長への競争力とインセンティブプロジェクト最終報告書』（伊藤プロジェクト著、経済産業省、2014年8月）

『ビジネスクリエーターと企業価値』（亀川雅人・永岡英則他著、創成社、2004年10月）

---



## 不適切な会計処理問題を考える

高山昌茂(協和監査法人 公認会計士)

### 1. はじめに

近年上場会社において「不適切な会計処理」の発覚が増加している。今年になっても北越紀州製紙、リンクアンドモチベーション、小僧寿など多くの不適切な会計処理があったことが公表されているが、中でも東芝の不適切な会計処理問題が日本経済に与えた影響の大きさは計り知れないものとなっている。そこで本稿では、「不適切な会計処理」の問題を考えてみたい。

### 2. 不適切な会計処理の定義

「不適切な会計処理」とは、日本公認会計士協会監査・保証実務委員会研究報告第25号によれば、「意図的であるか否かにかかわらず、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったことによる、又はこれを誤用したことによる誤り」（過年度遡及会計基準第4項における「誤謬」と同義）とされている。

#### ①会計上の誤謬の定義（過年度遡及会計基準第4項）

「誤謬」とは、原因となる行為が意図的であるか否かにかかわらず、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったことによる、又はこれを誤用したことによる誤りをいうとされている。

## ②監査上の誤謬の定義（監査基準委員会報告書第35号）

同報告書第5項によれば、「誤謬」とは、「財務諸表の意図的でない虚偽の表示であって、金額又は開示の脱漏を含み、次のようなものをいう。財務諸表上の基礎となるデータの収集又は処理上の誤り、事実の見落としや誤解から生ずる会計上の見積りの誤り、認識、測定、分類、表示又は開示に関する会計基準の適用の誤り」とされており、意図的でない虚偽表示に限られるため、会計上の定義よりも狭くなっている。他方、第6項で、「不正」の定義として「財務諸表の意図的な虚偽の表示であって、不当又は違法な利益を得るために他人を欺く行為を含み、経営者、取締役等、監査役等、従業員又は第三者による意図的な行為」として定義されている。このことから、不適切な会計処理＝会計上の誤謬＝虚偽表示＝監査上の誤謬＋監査上の不正の関係にあると整理できる。

この用語の微妙な関係から、各方面での混乱がみられるようである。

## 3. 新聞報道での用語の混乱

今回の東芝の場合には、当初新聞各紙の報道は「不適切な会計処理」あるいは「不適切会計」で一致していたが、その後各社で対応は異なっており、現在は次のような表現となっている。

朝日新聞 不適切会計 → 不正決算    読売新聞・日経新聞 不適切会計 変更なし  
 毎日新聞 不適切会計 → 不正会計    産経新聞 不適切会計 → 利益水増し問題

## 4. 第三者委員会報告書格付け委員会委員の評価での不適切の用語

この委員会は、不適切な会計処理を起こした企業が公表した「第三者委員会等の調査報告書」を格付けて公表することにより、調査に規律をもたらし、第三者委員会及びその報告書に対する社会的信用を高めることを目的として設立されたものである。委員の構成は、弁護士が5名、大学の教授が3名、ジャーナリスト1名であり、任期は2014年4月から2017年3月までの3年間で、3ヶ月に一度程度格付けを行い、公表していく予定となっている。

東芝の格付けについては、2015年11月20日に公表されており、C評価4名、D評価1名、F（不合格）評価3名であった。この中でF評価の委員のコメントに、「しかるに、そこでの表現は「不適切」に止まり、「不適正」との表現はなく、「不適切な会計処理は経営判断として行われたもの」とまとめて評価されている。日本語的には「不適切」は「軽度なミス若しくは些細な過誤」とも言うべきもので、「不適正」とは「違法若しくは故意による不正」を意味する。経営判断が違法の認識の下になされたのであれば、経営者の法的責任は免れない。」とあり、専門用語の使用の難しさを感じるところである。

## 5. 不適切な会計処理調査のための第三者委員会の設置

不適切な会計処理が発覚した場合に、マスコミ対応を含め、適切に対応しなければ企業の存続に係わ

る大問題へと発展することになる。東京証券取引所自主規制法人では、その対応が公表しているが、具体的には、①虚偽記載の内容、経緯、原因等の説明（書面による照会）②ヒアリング③（必要に応じて）  
実地調査が行われ、上場廃止等の判断が下される。そして、昨今は不適切な会計処理の調査を第三者委員会を設置して行う場合が多いため、東証として次の点に留意しつつその報告書を再生ための大きな判断材料と考えているようである。

- ・第三者委員会による調査は、中立・公正に客観的な調査が行われること
- ・会社は第三者委員会の調査に全面的に協力すること。また、第三者委員会を設置するに際し、上場管理部からの協力要請に応じることを委託の範囲に明示的に含めておくこと。
- ・会社は、虚偽記載に関する調査内容や調査結果を開示すること。
- ・マーケットからの信頼を回復するだけの十分に納得のいく調査結果が求められること。



---

## 企業のガバナンス改革は 意図的な不正行為の防止に有効か？

青木英孝(中央大学)

### 1. はじめに

今年がコーポレート・ガバナンス元年と称される。Comply or Explainによって社外取締役の設置を強く推奨する会社法の改正が5月に施行され、6月には東証が少なくとも2名以上の独立社外取締役の選任を求めるなどのコーポレート・ガバナンス・コードを上場規則として施行した。一方、大きな企業不祥事が続発した年でもあった。ガバナンスの優等生とされた東芝で不適切会計問題が発生し、歴代三社長と取締役9人が引責辞任する事態となった。第三者委員会の調査報告書によると、2008年から2014年にかけて1,518億円もの利益の水増しが行われていた。横浜市ではマンションが傾いたことから基礎工事の杭打ちデータの流用・改竄問題が発覚した。工事会社の旭化成建材だけでなく、親会社の旭化成や工事の元請会社である三井住友建設、売主の三井不動産レジデンシャルなど関係各社を巻き込んだ不祥事が世間を騒がせた。海外でも、フォルクスワーゲンが米国での排出ガス規制をクリアするために試験走行時のみ排ガス機能をフル稼働させる不正なソフトウェアを搭載していたことが発覚した。これらは単なる事故ではなく、企業の意図的な不正行為といえる。ディスクロージャーの観点からすれば、企業にとって不都合な情報も含めてタイムリーに開示されることが重要なのは言うまでもない。しかしながら、粉飾決算や偽装など、適切な情報開示を行うべき企業が意図的に不正行為を働いていたという事

実は、情報開示の質あるいは株式市場全体に対する投資家の信頼を大きく失墜させただろう。

不祥事が発生すると、第三者委員会等によって事実関係が明らかにされ、原因究明と再発防止策が発表される。再発防止策ではしばしば社外取締役の導入に代表される取締役会のモニタリング機能の強化が模索された。東芝でも社外取締役の増強が図られ、トヨタ自動車でもリコール問題を契機に社外取締役が導入された。では、企業のガバナンス改革で不祥事は防止できるのだろうか。本研究では、様々な企業不祥事の中でも、企業による意図的な不正行為に焦点を当てる。適切な情報開示を要求される主体である企業が、会計情報を操作したり、実験データを偽装したりするという行為は、ディスクロージャーの発展に逆行する重大な不祥事だからである。

## 2. 分析の枠組み

本研究の課題は、企業のガバナンス改革が意図的な不正行為の防止に有効か否かを定量的に検証することである。もし、特定のガバナンス特性を有する企業で意図的な不正行為の発生確率が有意に低いのであれば、投資家にとっても有益な投資判断の材料となるだろう。本研究では、ガバナンス改革として、取締役会のモニタリング機能の強化と経営者インセンティブの強化に着目する。また、意図的な不祥事は3種類に区分する。第一は、不適切会計、不正会計、有価証券報告書等虚偽記載などを含む「粉飾決算」、第二は、カルテル、談合などを含む「法令違反」、そして第三は、データ改竄、食品・産地偽装、不当表示などを含む「隠蔽・偽装」である。

取締役会のモニタリング機能強化に関しては、社外取締役と執行役員制度の効果を検証する。社外取締役に関しては、Beasley (1996) が社外取締役の持株比率が高く、在職期間が長く、兼任社数が少ないほど企業不祥事の発生確率が低下するという関係を報告している。また、Farber (2005) や Denis et.al. (2006) も、社外取締役が金融不祥事の発生を抑止する効果を発見している。これらの実証結果は、日本でも社外取締役が有効に機能する可能性を示唆する。なお、社外取締役に関しては、会計専門家による粉飾決算の抑止効果および法律専門家による法令違反の抑止効果も検証する。また、執行役員制度に関しては、導入効果だけでなく、監督と執行の実質的分離度の効果も検証する。他方、経営者インセンティブに関しては、経営者による株式保有の効果を検証する。例えば、Efendi et.al. (2007) や Burns and Kedia (2006) は経営者によるストック・オプション保有が財務諸表の虚偽記載の可能性を上昇させることを発見している。

## 3. 結論

2009年度から2013年度の日本の上場企業全般を対象に、意図的な不正行為の決定要因をパネル推計(固定効果Logit / Poisson Regression)した結果、主に次のような結果を得た。取締役会のモニタリング機能強化に関しては、社外取締役比率が高いほど粉飾決算の発生確率が低くなる傾向が確認でき、不祥事後に社外取締役を増強する改革には一定の合理性がある可能性が示された。また、社外取締役が隠蔽や偽装を暴く可能性も示唆された。執行役員制度に関しては、監督と執行を完全に分離すると現場で

の不正会計処理を発見できない可能性も示された。他方、経営者インセンティブの強化に関しては、ストック・オプションの付与等が粉飾決算を誘発する証拠は得られなかったが、経営者持株比率が高いほど、隠蔽・偽装の発生確率が高まることがわかった。したがって、定量分析の結果からは、社外取締役に一定の効果が確認できたこと、そしてよりロバストな結果としては、経営者インセンティブの強化は逆に隠蔽や偽装を増加させるという意味で、経営者に歪んだインセンティブを付与してしまうということが確認された。

《参考文献》

- Beasley, M.S. (1996) "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, Vol.71, No.4, pp.443-465.
- Burns, N. and S.Kedia (2006) "The impact of performance-based compensation on misreporting", *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.35-67.
- Denis, D.J., P.Hanouma and A.Sarin (2006) "Is there a dark side to incentive compensation?", *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp.467-488.
- Efendi, J., A.Srivastava and E.P.Swanson (2007) "Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors", *Journal of Financial Economics*, Vol.85, pp.667-708.
- Farber, D.B. (2005) "Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?", *The Accounting Review*, Vol.80, No.2, pp.539-561.



---

## ファンドによる企業支配と適時開示 —昭和HDの事例より—

三 和 裕美子(明治大学)

### 1. はじめに

近年、ヘッジファンドや年金基金などの機関投資家の金融市場や企業への影響力が大きくなり、「もの言う株主」「支配する株主」「ハゲタカファンド」として注目を集めるようになった。わが国においても、近年コーポレート・ガバナンスの向上を謳う「もの言う株主」の動向が注目されている。彼らは、企業の議決権を行使して株主価値の極大化を要求するのが一般的であるが、中には上場企業を支配して現預金や土地などの資産を流出させるファンドも出現している。本報告ではファンドが支配する企業の事例を紹介し、適時開示規制およびファンド関連規制の問題点を考える。

## 2. ファンドとファンド規制

ファンドとは、複数の投資家から資金を集めて「ファンド（基金）」とし、プロの運用者が、株式や債券、デリバティブ、などの様々な投資対象で運用し、得られた収益を出資比率に応じて投資家に分配する仕組みをいう。このようなファンドの代表的なものとして投資信託と不動産投資信託（REIT）などの投資法人がある。投資信託や投資法人は、「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づいて設立されたファンドであり、一般的に公募形式で募集される。わが国においては、これらの従来型ファンド以外のファンドは、集団投資スキームと呼ばれ、2008年の金融商品取引法（以下金商法）によって初めて包括的に規制対象となった。ファンドの器を整備する事項は、設立根拠法毎に異なっているが、事業者規制を定める金商法の適用はファンド全般に及ぶ。ファンド業務を行うには、金融商品取引業者としての登録を要し、ライセンス規制および行為規制の適用を受ける。ファンドによる持分の販売・勧誘業は第二種金融商品取引業に該当する。ただし一定の要件を満たせば、「登録」ではなく「届出」のみでよいとされる適格機関投資家等特例業者届出制度（プロ向けファンド規制）がある。しかし、制定以来本来の趣旨を逸脱し、一般投資家に販売することを目的としたファンドによる投資被害が増加していることから、この法律が改正された（2015年5月）。これにより届出要件の厳格化、届出者の情報開示拡充などが図られた。

## 3. ファンドによる企業支配—昭和ホールディングス（HD）の事例—

ここでは、ファンドが上場企業を支配下に置き、資産を流出している一例として昭和HDを取り上げる。

昭和ゴムは（本社・千葉県柏市）は、創業1886年、ゴム製品の一貫製造業である。売り上げは30数億円前後を確保し、東証二部に上場している。従業員数は約200名である。昭和ゴムに対するタイのファンドAPFグループ（以下APF）の介入は2008年に始まった。APFは、国内金融取引業者として無登録業者でありながら、国内投資家から投資を募っていた会社である。同年昭和ゴムはAPFの国内グループ会社、明日香野ホールディングス株式会社に対して12億4500万円の第三者割当増資を行った。同月APFは過半数の役員を送り込んで昭和ゴムの支配権を得、昭和ホールディングスへと社名変更と持株会社化へと移行した。このわずか1か月後に、11億円の現金預金がAPF系列会社に移動することになり、その後1年間で27億円の現金預金が昭和ゴムから流出することになる。この27億円は「プロミサリーノート」の取得を通じて行われた。

この「プロミサリーノート」とはどういったものか。適時開示情報では「売買可能な債券」や「CP」と表示され、有価証券報告書には「売買目的の債券」として売買目的の有価証券に分類されて開示されていた。しかし、実際にはこのプロミサリーノートは約束手形の体裁すら整えられていないものであった。その後、プロミサリーノートに記載されている満期日に予定された金額が返済されない状況が続いた。この「不公正ファイナンス」とも思われる現金預金の動きに対し、2010年6月には金融庁の証券取引

等監視委員会の強制調査も入った。その後APFは一部を現金にて、一部をAPF関連グループ会社の株式にて提供という形で返済した。しかし、この返済金額（12億6,000万円）のうち7億5,000万円は、2日後にAPF代表の個人資産管理会社APFGが保有する未公開会社株の購入という形でAPFGに移動した。さらにAPF支配下の昭和HDは、2015年8月本社工場土地（約37,000m<sup>2</sup>）を売却することを突然適時開示情報として公表した。

#### 4. ファンドによる企業支配の問題点

ファンドが会社を支配するという事態は、従来の企業のあり方とは異なる問題を生じさせている。つまり、支配型ファンドは、アクティビスト型ファンドとは根本的に異なっているのである。ファンドの支配の問題点は以下の4つの側面にある。

- （1）ファンドに関する情報が極めて限定されている。
- （2）企業を支配する株主となったファンドは、短期的利益の追求を目的に「出口戦略」をもち、本業の存続や長期的成長に関しては無関心という特質をもってしまいがちなこと。
- （3）ファンドとは投資スキーム（器）であり、対外的な責任当事者は明らかではないこと。外資の場合は、日本の代理機関が海外からの指示に基づいて議決権を行使するなど、当事者、責任者が誰なのかを特定できない。また複数のファンドが協調して役員を送り込む場合もあることなどから、ファンドの使用者責任が問えないこと。
- （4）送り込まれた役員がもっぱらファンドの利益を体現してしまい、従来の会社秩序では想定できない経営を行うこと。

今やファンドの投資はグローバルに展開され、会社法や金融規制関連法、あるいは証券取引所の自主規制の網をたくみに潜り抜け、その国の企業を支配していくのである。ドイツなどの一部の国では、アクティビスト・ファンドや支配型ファンドは短期的な株主利益を追求し、他のステークホルダーの利益を著しく毀損しているとの批判が強く、それに対する規制強化策が提案されているが、わが国においてはこうした議論は少ないのが現状である。わが国においてもファンドの透明性、情報開示の在り方、自主規制機関の規制の在り方、使用者責任に関する規制を早急に整える必要があると考える。

（参考文献については、報告時配布資料にて示す）