慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	日本におけるCFOに関する一考察 : 普及実態、導入企業の特徴及びその効果について
Sub Title	
Author	亀口, 英輝(Kameguchi, Hideki) 齋藤, 卓爾(Saitō, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2020
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2020年度経営学 第3698号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002020-3698

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2020　年度）

論文題名

日本における CFO に関する一考察

―普及実態、導入企業の特徴及びその効果について―

主　査	斎藤　卓爾　　先生
副　査	中村　洋　　先生
副　査	村上　裕太郎　先生
副　査	

氏　名	亀口　英輝

論 文 要 旨

所属ゼミ	齋藤研究会	氏名	亀口　英輝

（論文題名）

日本における CFO に関する一考察
―普及実態、導入企業の特徴及びその効果について―

（内容の要旨）

CFO（最高財務責任者）は、欧米ではすでに浸透している一般的な役職であるが、日本においては、登場してから 25 年余りと歴史が浅く、発展途上にある。同様に、日本における CFO 研究もあまり進んでいないというのが現状である。本論文では、日本における CFO が、どのような推移を経て普及してきたのか、CFO を導入している企業はどのような特徴があるのか、CFO 導入後に企業のパフォーマンスは向上するのかという 3 点について、研究調査を行った。以下、研究結果の概略を記載する。

第 1 に、日本における CFO が、どのような推移を経て普及してきたのかについてである。我が国におけるバブル崩壊後、銀行の間接金融機能が弱体化したことで、直接金融の重要性が増し、投資家と対話する機会が増加した。また、会計ビックバンを契機とする時価会計の導入により、長らく我が国の企業慣行として続いていた持ち合い株式制度による安定株主の確保が困難となり、外国人機関投資家を始め、いわゆる物言う株主が増えるようになった。このような状況下で投資家・株主対応をする必要性が高まり CFO が台頭するようになった。以降、企業のグローバル化の進展、リーマンショック、コーポレートガバナンス・コード等の企業を取り巻く外部環境変化に対応するため、我が国において CFO が徐々に浸透するようになった。

第 2 に、CFO を導入している企業の特徴についである。CFO の役割は、最終的には企業価値を向上させることにある。企業価値を向上させるには、本業の収益性を向上し、ＩＲを通じて適時適切に株主と対話する必要がある。そこで、CFO に上記 2 つの側面を期待する企業が CFO を導入しているという仮説を立て、分析を実施した。結果は、この仮説を概ね支持するものとなった。具体的には、本業改善の観点では、事業の多角化等で管理複雑性が高く、CFO に横断的なマネジメントを期待する会社、事業再編や成長分野への投資等により事業の立て直しを図ってほしい会社、M&AやＩＦＲＳ対応等、CFO に専門的知識を求める会社が該当し、ＩＲの観点では、外国人株主比率、社外取比率が高い等ガバナンス改革が強く求められる会社、株価ボラティリティが高く、ＩＲの重要性が高い会社が該当した。

第 3 に、CFO 導入後のパフォーマンスについである。CFO 導入前後の各パフォーマンス指標の期間推移比較や、導入前後の平均値に有意差が見られるかという観点で分析を行った。結果は、CFO 導入後に、ＲＯＥやＣＣＣについて統計的に有意に改善効果が見られ、財務レバレッジや配当性向についても改善傾向が見られた。このことは、CFO はＲＯＥを負債活用により上昇させている傾向にあること、CFO を導入することで、企業価値向上に寄与する可能性が高いことを示唆している。

日本企業を取り巻く外部環境は常に変わり続けており、留まることはない。この変化に対応するため、今後、我が国において CFO はますます普及していくものと考える。

目次

第1章 はじめに 3
第1節 研究背景 3
第1項 CFO の役割 3
第2項 企業を取り巻く環境変化 4
第3項 日本の CFO の誕生 6
第4項 CFO 導入の事例分析 7
第2節 問題意識 9
第3節 研究意義 10
第4節 研究範囲 10
第2章 先行研究 11
第3章 仮説の導出 14
第1節 仮説構築にあたっての先行研究のまとめ 14
第2節 仮説の設定 15
第4章 分析の手法 21
第1節 CFO 導入データ収集 21
第2節 2 項ロジスティック回帰分析 25
第1項 2 項ロジスティック回帰分析について 25
第2項 従属変数及び説明変数について 26
第3項 データソースについて 30
第4項 対象範囲について 31
第5項 外れ値の調整 31
第3節 パフォーマンス分析 31
第1項 分析の概要 32
第2項 対象範囲について 32
第3項 分析の詳細 33
第5章 分析結果 34
第1節 日本における CFO の導入実態 34

第2節 CFO 導入企業の特徴について.....35
第3節 CFO 導入の効果について.....39
第1項 期間推移分析 39
第2項 対応ありの場合のｔ検定 45
第6章 結果の考察 46
第1節 CFO の普及実態について.....46
第2節 CFO 導入企業の特徴について.....47
第3節 CFO 導入後のパフォーマンスについて.....50
第7章 結論..... 50
第8章 本研究の成果と研究の限界 52
第1節 本研究の成果 52
第2節 研究の限界と今後の課題.....53
参考文献..... 56
謝辞 58
付録１ 2 項ロジスティック回帰分析 基礎統計量 59
付録２ 2 項ロジスティック回帰分析（20 年単年版）..... 60

第1章 はじめに

本章では、第 1 節で今回の研究テーマを選ぶことになった研究背景を説明する。

第1節　研究背景

CFO[1]は、欧米ではすでに一般的な役職であり、アメリカでは 8 割強[2]の会社が CFO を導入しているとも言われている。この点、我が国において、CFO（最高財務責任者）が登場したのは、96 年 3 月期のソニーの伊庭保氏が最初であり、日本においては登場からちょうど 25 年とまだまだ歴史が浅い。それゆえ、我が国の CFO 研究は、欧米に比べてあまり進んでいないというのが現状である。そこで、我が国の CFO 研究の発展の足がかかりになるべく、本テーマを研究することにした。

第1項 CFO の役割

本項では、CFO の役割に関する全般的な内容を説明する。CFO の役割は「ROEを向上させて、企業価値を向上させることである」（大塚,2019、p14）と定義されている。CFO は、この役割を実現すべく、最適資本構成の構築、事業ポートフォリオの管理やリストラクチャリング、株主還元策の実施等を行う。CFO の業務内容は、会社の規模よっても異なり、一般には、会社規模が大きくなればなるほど、その役割は縮小する傾向にあると言われている。例えば、大会社では、経理や財務が主たる業務であるが、中堅企業では、上記に加えて、IR、経営企画、人事といった業務が含まれ、中小企業では、さらに総務、法務、システムと幅広い業務を担当することになることが多いと言われている。もっとも、上記はあくまで一例にすぎず、実務上、CFO の業務は画一的

---

[1] CFO とは、Chief Financial Officer の略であり、日本語訳は、最高財務責任者である。

[2] 後述の図 2 を参照にされたい。

ではなく、多岐にわたるものと考えられる。

また、財務部長とCFOが混同されることがある。この点、財務部長は、その名のとおり、「財務部」の長であり、財務（特に資金調達）を専門に仕事をする場合が多い。一方、CFOは先述のとおり、大企業においても少なくとも経理と財務業務を行うため、職域が財務部長よりも広く、この点でまず異なる。また、CFO は企業価値向上を目的としているが、財務部は円滑な資金調達を目的としている点でも異なる。

似たような事例としては、経理・財務担当役員と CFO が混同されることがある。この点、「経理・財務担当役員は”過去機能”にのみ責任を負うのに対して、CFOは過去機能に加えて、財務戦略立案といった”将来機能”に対しても、責任を負う」（あずさ監査法人,2012,p3）とされており、この点で、両者の役割は異なるといわれている。以上が、CFOの役割と混同されやすい役職との対比である。

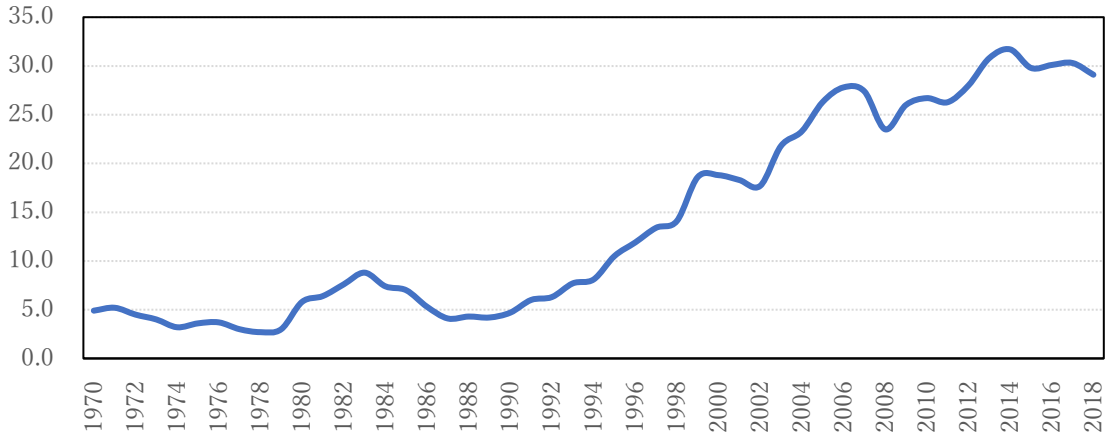
第2項 企業を取り巻く環境変化

日本企業は、企業内外の事業環境変化を幾度となく経験してきた。例えば、90年代ではバブル崩壊による平成不況、そしてそれに伴い生じた多額の不良債権による金融機関の相次ぐ破綻、00年代では、ADSL や FTTH 等の高速通信網整備に伴うIT 革命とそれによる情報伝達速度の飛躍的向上、グローバリゼーションの進行による外国企業との競争激化、08 年のリーマンショックによる不況、10 年代では、12 年に発足した第2次安倍内閣によるアベノミクス、14年の機関投資家の行動規範である日本版スチュワードシップコード及び15年の上場企業の行動規範を定めたコーポレートガバナンス・コードの制定等が挙げられる。

個別具体的に CFO 普及に寄与すると考えられる外部環境変化を見ていくことにする。まず、03 年の商法改正により、欧米型ガバナンス体系である委員会設置会社（現：指名委員会等設置会社）を日本においても採用できるようになった点が挙げられる。これにより、欧米型ガバナンスによく見られる執行三役体制の CEO、CFO、COO が、日本

でも普及するきっかけになったと考えられる。また、05 年には、商法から会社法に変わったことで、企業は以前にも増して、企業の社会的責任をより重視した経営を求められるようになった。他にも、外国人株主比率が上昇している点も指摘できる。図1のとおり、日本の上場企業の株主のうち、外国法人が占める比率は、90年代後半から2014 年まで右肩上がりの上昇を続けている。外国人株主は一般に、企業経営の透明性を求める傾向にあるため、この比率が上昇しているということは、執行と監督を分離し、責任の所在を明確にする圧力が強まっていることは間違いないだろう。外国人株主比率の高まりは、欧米型ガバナンスに目を向け始めるきっかけの1つになったのではないだろうか。

【図1】外国人株主比率の推移(1970-2018)



出所:日本取引所グループ資料より、筆者作成

また、日本企業では、従来、取締役会の構成人数の数が多く、意見調整に時間を要したことから、意思決定のスピードが諸外国に比べて遅くなってしまうという問題があった。この点、00 年代のグローバル化の進展により海外企業との競争が激化したことや IT 革命により情報伝達速度が飛躍的に向上したことで生じた企業間の IT 対応格差等により、この意思決定の遅延問題が深刻化した。そこで、各企業は取締役の人数削減等、意思決定速度を向上させるためのガバナンス改革の必要性に迫

られることになった。他にも、11 年のオリンパス、15 年の東芝といった名だたる企業の相次ぐ会計不祥事も、企業がガバナンス強化を図る1つのきっかけとなったと考えられる。

第3項 日本の CFO の誕生

参考文献を複数読んだ結果、概ね、いずれの本にも日本の CFO が生まれた背景は、大きく2つの理由があると指摘していた。

①メインバンク制の崩壊

バブル崩壊後、企業の倒産が相次ぎ、不良債権が数多く発生したことで、銀行が企業への貸し渋りを起こした。これにより、銀行が金融機能を果たせなくなり、長らく日本を支えてきたメインバンク制が崩壊することになった。これ以降、企業は、直接金融により資金調達をする必要性が高まり、投資家と対話をする場面が従前に比べて増加した。ここで、投資家と対話できる人材としての CFO のニーズが高まり、CFO が台頭するきっかけとなった(大塚,2019,p3-4)といわれている。

②株式持ち合いの解消

従来の日本型経営システムでは、上述のメインバンク制に加え、株式持合い制度が存在しており、関係の深い上場会社同士が株式を持ち合うことで、お互いの経営に口を挟まない安定株主による経営の安定化が図られていた。00 年以降、これが徐々に解消され、いわゆる「物言う株主」が増えてきたことで、株主対応を行う人材としての CFO のニーズが高まった。このことが CFO 台頭の 2 つ目の理由である(安藤,2015,p94)といわれている。なお、株式持ち合い制度が解消された背景としては、一般に、00 年前後の会計ビックバンで時価会計が導入されたことによる影響が大きいと言われている。つまり、保有している持ち合い株式について、仮に多額の含み損が生じた場合には、評価損を損益計算書に計上する必要性が生じるため、このリスクを回避しようとする意図があったためである。他にも、財務分析指標が多様化し

たことも理由の 1 つとして考えられる。例えば、従来は売上高成長率や営業利益率といったP/L指標を用いた収益性が着目される傾向にあったが、近年は、B/Sを用いた指標、例えばROA[3]等の資産効率性等も重視される経営にシフトしてきたことも理由として挙げられる。

このような状況の中、日本で初めてCFOの記載を行ったのは、96年のソニーであった。以降、97 年には旭硝子、98 年では帝人、99 年には伊藤忠といった日本を代表する大企業が続々と導入していき、CFOが徐々に日本において普及していくことになった。

第4項 CFO導入の事例分析

前項までにおいて、日本企業にCFOが誕生するまでの経緯を示した。本項では、CFO導入の背景をより深く調査するため、実際に企業がCFOを導入した個別具体的な事例を参考に示す。

エーザイの例

エーザイがCFOを導入したのは、03年3月期のことである。前項でも触れたとおり、この当時、株式持合い解消の流れが進んでおり、持ち合い株式の売り先の1つとして、外国人株主が主要な受け皿となっていた。また、事業環境に目を移すと、当時の医薬品業界の日本市場は停滞していた上、薬価引き下げが決定し、さらなる追い打ちを食らう非常に足元の悪い状態だった。一方で、海外市場に目を向けると、日本市場とは異なり、右肩あがりの成長を続けている状態であった。そのような中で、該社は、早くから海外進出に着手していたため、海外売上比率は競合他社に比べて高い状況にあった。また、医薬品業界は、当時もM&Aが活発な業界であった。この点、該社は、積極的な海外進出を行っていたため、海外投資家からの知名度が高く、加えて株価も業績の割には比較的割安な水準であったということで、

[3] 事業利益（営業利益＋金融収益）/総資産で計算されることが一般的である。ROA(Return on Asset)は、資産効率性を示す指標である。

経営陣は、敵対的買収リスクに頭を悩ませていた。また、該社は、取締役人数削減等のガバナンス改革を進めており、ガバナンス強化に意欲的だった。このような状況の中、エーザイは CFO を導入することになった。

旭硝子の例

当時のガラス業界は、旭硝子、日本板硝子、セントラル硝子の3社による寡占市場であった。また、卸売業者が上記3社の専売店であったため、新規参入が非常に難しい業界となっていた。そのため、ガラス業界は、長らく寡占状態が続いている安定した業界であったが、93 年から始まった日米包括経済協議[4]により、市場が開放されたことで該社を取り巻く環境は一変する。具体的には、海外の競合が続々と国内市場へ参入してきて競争が激化した結果、ガラス価格が値崩れを起こすようになった。また、該社を牽引してきた建築・自動車用ガラスの国内市場はすでに飽和状態となっていたため、新しい事業の柱として液晶ガラスへ注力する必要性が出始めた等、事業構造に重要な変化が生じ始めていた。ガラス販売価格の値崩れにより収益性が悪化した該社は、製造コスト削減を目的として生産拠点を新興国へシフトした。これにより、国内人員が余剰になり、リストラクチャリングの必要性が生じることになった。次に、株価に目を移すと、業績の割には株価が伸び悩み、割安な評価となっていた。該社は、株価低迷をIR不足によるものと分析し、これを拡充していく必要性を感じていた。このような背景の中、該社は、97 年8月に CFO を導入した。以上、CFO を導入した背景をエーザイ・旭硝子の 2 社の個別具体的な事例を用いて紹介した。

---

[4] 田中(1994)は、日米包括経済協議を、日本の貿易黒字縮小と米国の財政赤字削減を目指す「マクロ経済政策」、自動車やガラス等の個別分野ごとの日本市場開放政策を取り上げる「分野別協議」、環境、人口問題等で協力して研究を進める「地域的視野に立った協力」の 3 つから構成されていると指摘している。

第2節　　問題意識

冒頭で述べたとおり、CFO は、最終的には企業価値を向上させることを目的としている。企業価値が向上すれば、ひいては株主価値も向上し、株価が上がることが期待される。株価が上がれば、増資をする際に効率的な資金調達が可能となるし、敵対的買収のリスクも低くなる。また、時価総額が上がれば、企業としての信用力が増し、株主のみならず、取引先や従業員等、多様なステークホルダーにとってもメリットがある。これらを踏まえると、すべての企業が CFO を導入した方が、合理的のように思える。しかしながら、ご存知のとおり、現状、日本の上場しているすべての企業が CFO を導入しているわけではない。

そこで、CFO を導入している企業とそうでない企業でどのような特徴があるのかについて疑問が生じたので、この点について本論文で研究したいと考えた。また、この研究を実施するにあたり、各企業がいつの時点で CFO を導入したのかというデータが必要だが、一覧性のある公開データは現時点では筆者の知る限り存在しない。この点、CFO が肌感覚では普及していることはわかっているものの、実際にどのように普及してきたのかについての研究はなく、この点についても併せて研究する必要があると考えた。さらに、CFO を導入することによって ROE を始めとする企業価値向上に寄与する指標に本当に効果があるのか、そして効果がある場合にどの程度効果があるのかという素朴な疑問が生じた。そこで、この点についても本研究で分析したいと考えた。以上を踏まえて、リサーチクエスチョンを3つ設定する。

リサーチクエスチョン1： 日本における CFO は、どういった経緯で普及していったのか？

現状、日本でどれくらいの会社が CFO を採用しており、いつ導入したのかといった資料は筆者の探す限りでは存在しない。そこで、リサーチクエスチョン1では、日本における CFO は、どのような推移を経て日本でどれくらい普及しているのかを調査することにする。

リサーチクエスチョン2： CFO を導入している企業はどのような特徴があるのか？

リサーチクエスチョン2では、CFO を導入している企業は、導入していない企業と比べてどのような特徴があるのかを調査することにする。

リサーチクエスチョン3： CFO 導入後に企業のパフォーマンスは上昇するのか？

リサーチクエスチョン3では、CFO 導入前後で、企業のパフォーマンスが実際にどの程度上昇しているのかについて、調査することにする。

第3節　研究意義

冒頭に述べたとおり、日本の CFO の普及実態を調査した論文は筆者が知る限り、現時点ではない。そのため、これを明らかにすることは今後、日本の CFO を研究していく者にとっての足掛かりとなると考えられるため、この点で有意義であると考える。また、CFO を採用している企業の特徴が判明することで、現時点で CFO を採用していない企業が今後、いつどのような状況に陥った際に CFO を導入するべきなのかの羅針盤になり得る。それにより、例えば社内で CFO を養成する時間的余裕ができたり、外部から招聘する CFO にあらかじめアプローチできたりすることに繋がり、もって円滑に優秀な CFO 人材を確保することができるようになると考える。さらに、CFO 導入によって企業のパフォーマンスにプラスの影響があるということを本研究で示すことができれば、我が国の CFO のさらなる発展に寄与することができると考える。このように、本研究には、一定の研究意義があると考える。

第4節　研究範囲

本論文の研究対象は、2008 年時点で日本の主要な取引所である東京証券取引所の第一部（以下、東証一部という）に上場にしている全会社とする。2008 年を選定した理由は、後述の分析手法の際に説明するため、ここでは省略する。研究対象市場を東証一部に限定した理由は 2 つある。

1 つ目は、東証一部は、マザーズや JASDAQ のように新興企業が少なく、

長期間にわたり企業を安定して観測することができるためである。この点、サンプル対象企業が観測期間によって大きく入れ替わってしまうと分析結果に歪みが生じてしまうのでは自明である。

2 つ目は、東証一部をサンプルとすれば、日本の主要企業を過不足なく網羅することができ、日本の CFO の普及実態を調査するにあたってはサンプル数として十分適当と判断したためである。この点、研究当初は日経225やJPX400をサンプル母集団にしようと試みたが、日本企業の上澄み層の中の上澄みを母集団としていることになり、研究結果に偏りが生じしまうと考え、東証一部にサンプルを変更したという経緯がある。

第2章　先行研究

本章では、本研究に関連すると思われる先行研究を紹介する。

Shehzad(2001)は、企業がなぜ CFO を交代させるのかについての実証を行った。その結果、大きく下記の示唆が得られたと指摘している。

1 つ目が、社外 CFO の成功率は、社外CEOよりも高いこと、2 つ目が、CEOに比べ、CFO の方が満期退任の可能性が低いこと(CEOに比べ、満期前に CFO が辞める可能性が高いこと)、3 つ目が、CFO の交代には負の株式超過リターン又は前期 ROA の悪化が先行していること、4 つ目が、CFO の交代発表は、後任が内部からの昇格である場合に、株価に著しく負の影響を与えると指摘している。この点、パフォーマンスの結果によって、解任される可能性があることから、会社は、CFO には、株価や業績の向上を期待している側面があるという点があるということがうかがえる。また、CFO の後任が外部招へいか内部昇格かという CFO の「属性」によって株価リターンが変動することから、株式市場は、CFO というポジションに着目して株式売買を行っている側面も見られるといえそうである。このことは、ひいては米国における CFO の重要性を示唆しているのではないかという見方もできる。

Julie(2012)は、米国では、近年組織のフラット化が進行しており、これにより権限が上位層に集中し、もって、意思決定の迅速化に寄与すると指摘してい

る。また、同氏は、CAO[5]や COO といった中間職を排除し、代わりに CEO 直下に CFO や CHRO[6]等の機能別マネジャーを配置していると指摘している。さらに、同氏は、COO といった中間職を排除できた理由の 1 つとして、IT の進歩により CEO 単独の管理可能性が向上したことを指摘している。この先行研究は、外部環境変化に迅速に対応するために、組織階層を減らしている点、財務や人事といった特定の専門機能をもつ役職をつくり、そこへ CEO の権限を委譲している点、IT の進展がフラット化を促進させたことを指摘しているものと考える。この点を鑑みると、今後、日本においても COO といった CEO の職域と被る可能性のある広範囲の権限を持つポジションがなくなり、CFO を始めとする専門機能別のチーフオフィサー制が普及する可能性があるのではないだろうか。

Zorn(2004)は、1963 年から 2000 年までの期間で、アメリカの大企業約 400 社を対象に、CFO 導入実態調査を行った。この調査の結果、図2のとおり、1963 年時点では、米国でも CFO の導入率は、ほぼ 0 パーセントであったが、00 年時点で 80 パーセント以上の会社が CFO を導入していることがわかった。同氏によれば、増加要因は、70 年代後半にアメリカで新たに導入されたインフレ会計基準[7]により、企業の収益性が悪化した際に、その解決策として CFO が全米で脚光を浴びたことを理由として挙げている。これにより、CFO がアメリカのあらゆる業種で普及する土壌が出来上がった。以降、当該基準変更の影響が緩和されて以降も、敵対的買収の脅威への対応、株主至上主義の興隆といった企業を取り巻く様々な外部環境変化に対応するため、より一層普及することになったと指摘している。他にも、同氏は、副社長ポジションがある場合には、CFO とポジションが被りやすく、CFO 導入の必要性が相対的に低

---

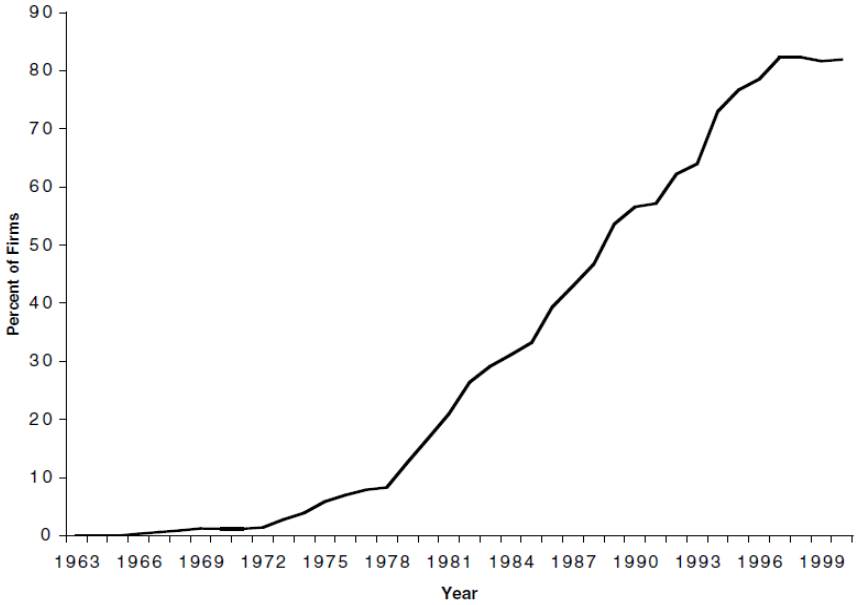
[5] Chief Administrative Officer（最高総務責任者）を指す。

[6] Chief Human Resource Officer（最高人事責任者）を指す。

[7] 当時の米国はインフレ率が高く、物価変動を財務諸表に反映させないと企業実態を反映した適切な財務諸表にならないと指摘されていた。
Barbatelli(1977)によれば、物価変動会計（インフレ会計）がアメリカで導入された際、企業の税引前利益が最大平均 19%ほど減少する可能性があると試算していたという。

くなるため、CFO 導入するタイミングが遅れる傾向にあると指摘している。

【図 2】:アメリカにおける CFO 導入率推移(1963-2000)



出所:Zorn(2004)より抜粋

花枝(2013)は、財務意思決定の権限委譲と企業内投資資金配分に関する日本の全上場企業へのサーベイ調査を行なった。そこでは、トップの経営陣の負担度や企業の複雑性が増すにつれ、トップから下位への権限委譲が進むと指摘している。これは、企業の管理複雑性が高まるほど、CEO の権限を下位に委譲することを指しており、従来の CEO の財務的意思決定権限を CFO に委譲する可能性を示唆していると解する。また、同氏は、M&A のトップから下位への権限委譲度が最も低く、一方で、設備投資や R&D の意思決定権限の委譲度が最も高かったと指摘している。

John(2010)は、CFO の主な責任は、財務報告にあり、CFO のエクイティ・インセンティブは CEO のそれよりも高いと指摘している。具体的には、CFO には通常ストック・オプションが付与されているため、収益管理を行い株価を上げるインセンティブがあるが、CFO は、職務上、財務報告に直接携わる立場にあるため、同じくストック・オプションが付与されている CEO より顕著にそれが表れると指摘している。

第3章 仮説の導出

本章では、前章までの結果を受けて、リサーチクエスチョンに対する仮説を構築する。

第1節　仮説構築にあたっての先行研究のまとめ

先行研究の結果をまとめつつ、視点を日本における CFO に移して仮説構築の足がかりとしていきたい。

1. 管理複雑性が高まった場合に、トップマネジメントが権限委譲を行う傾向にある。我が国の企業は、高度経済成長期が終焉を迎え、内需頼みでは成長に限界があることから、事業のグローバル化を推進し、現地に販社や製造拠点を設立する等して海外展開を推し進めてきた。また、近年、企業の持株会社化が浸透し、全社的なマネジメントの重要性が従前にも増して高まっている。このような状況から推察すると、管理可複雑性が高い会社が増加し、トップたる CEO が CFO に財務的意思決定権限を委譲しているケースも多いのではないかと考えた。

2. アメリカでは、約 40 年間で CFO 導入率が 8 割上昇した。導入率上昇の背景は、企業業績に深刻な影響を与えうるインフレ会計の適用で、アメリカ企業の幅広い業種で CFO が導入されたことで、CFO が普及する基礎が構築され、導入へのハードルが下がった点及び、企業を取り巻く外部環境変化へ対応するための解決策としての CFO が広く採用された点等を挙げている。この点、日本でも 2000 年前後で会計ビックバンがあり会計制度が大きく変更された点や、日本企業においても外部環境変化は絶えず変化している等、前者のアメリカのケースと状況が似ているといえる。そこで、日本においてもアメリカの場合と同様に、CFO 導入率は右肩上がりで上昇しているのではないかと考える。

3. 米国の CFO は、業績向上を期待して導入されており、結果を残せな

かった場合に交代させられるケースが多いと先行研究で指摘があった。この点、日本における CFO もアメリカの場合と同様に、低迷した業績改善を目的に導入するケースはそれなりに多いものと考えた。

4. 米国では、意思決定迅速化のために組織階層をフラット化するケースが増えてきている。また、IT の進展により CEO のスパンオブコントロールが拡大したことから、COO や CAO といった CEO のポジションと職務が被りやすい役職が減少し、代わりに CFO や CHRO といった機能別マネジャーが導入されるようになった。日本においても、外部環境変化に迅速に対応するため、意思決定迅速化を目的に、執行と監督を分離する組織改革を行うケースが散見される。これを鑑みると、我が国においても、執行部隊としての財務専門機能をもった CFO が着実に普及していきているものと考えられるのではないか。

第2節　　仮説の設定

以上を踏まえて、本節にてリサーチクエスチョンに対する仮説を設定する。

①日本における CFO はどのように普及していったのか？

仮説1: **日本の CFO は、企業を取り巻く様々な外部環境変化に対応するため、時間が経過するにつれ、急激ではなく徐々に導入される形で普及してきた。**

先行研究でも示したとおり、米国では、1978 年以前は CFO がそこまで普及していなかったが、インフレ会計の導入が全米の企業に深刻な影響を与えるようになったことで、状況は一変した。つまり、このイベントにより CFO 導入の基礎が出来上がり、その基礎の上に、M&A ブームによる敵対的買収の脅威、株主至上主義の台頭等、様々な外部環境変化に対応する解決策として CFO が普及していったことはすでに紹介したとおりである。アメリカという他国の事例ではあるが、これを参考にすれば、日本においても会計ビックバンを始めとする日本企業全体を覆うある種、外生的シ

ョックともいえる事象に見舞われたことで CFO が普及する基礎が出来上がり、以降生じた様々な外部環境変化に対応するために、CFO が徐々に普及してきたのではないかと考えることができる。

日本において最初に CFO が登場した 96 年以降で、企業経営、特に、会計・財務及びコーポレート・ガバナンス関連で日本企業に大きな影響を与えたと思われる事象を列記する。

1 つ目は、00 年前後の一連の会計ビックバンで導入された時価会計の導入である。これにより日本企業が長らく保有していた持合い株式の評価減リスクを回避する動きが活発化し、その売り先の 1 つに外国人株主が選ばれたことで、いわゆる物言う外国人株主が増加する要因となった。

2 つ目は、03 年の商法改正による委員会設置会社制度の新設である。これにより、欧米では主流の「執行と監督の分離」を具現化したガバナンス体制の導入が認められるようになった。具体的には、執行役が業務執行を行い、その執行状況を取締役（会）が監督するという機関設計が可能となり、財務関係の執行者としての CFO が普及する一因となったと考える。

3 つ目は、08 年のリーマンショック・J-SOX の適用開始である。リーマンショックについては言うまでもなく、企業業績に深刻な影響を与えることになり、CFO に本業の立て直しをしてもらいたいというニーズが高まったのではないかという仮説が考えられる。また、J－SOXについても、制度開始により、財務報告にかかる内部統制の最終責任者としての CFO のニーズが高まったものと考えられる。

4つ目は、12 年に発足した第 2 次安倍政権によるアベノミクスにより、海外投資家勢の買戻しが生じ、外国人株主比率が」上昇した点が挙げられる。この外国人株主比率上昇により、彼らが特に重視するROEの引き上げや透明性のあるガバナンス等を求める声がより一層高まったことが想定され、その解決策の1つとして CFO が導入されたのではないかと考えた。

5 つ目は、15 年に公表されたコーポレートガバナンス・コードがある。これにより、企業はコーポレートガバナンス・コードに記載された行動原則にすべて従うか又は従わない場合にはそれについて説明するいわゆる「コンプライ or エクスプレイン」が求められることになった。このことは、より一層株主

との対話が求められるようになり、株主との対話者としての CFO を導入するインセンティブが高まったものと考えられる。

最後の 6 つ目が 20 年の COVID-19 の脅威である。これにより、企業の業績が悪化したのは当然ながら、長期化する感染状況によりキャッシュマネジメントが依然にも増して重要となり、呼応する形で CFO の役割も重要性を増したものと考える。

以上のように、定期的に日本企業を取り巻く環境は大きく変わっている。CFO は円滑な資金調達、事業ポートフォリオマネジメント、M&A、IR 等、企業価値向上のための様々な施策を果断に実行することが期待されており、先述の種々の環境変化の事象に対応するために CFO は効果的であると考えられる。そこで、CFO の導入は定期的に生じる環境変化に対応するために、徐々に、着実に日本企業の間に浸透していったのではないかと考えた。

②CFO を導入している企業はどのような特徴があるのか？

仮説２:

CFO を導入している企業は、CFO に本業の改善や IR を通じた株主との対話を期待して導入するため、以下のような特徴を有する。

<u>本業の改善</u>

①事業の多角化、海外進出、連結子会社の増加等により、管理複雑性が増したことで、横断的な視点でマネジメントを CFO に求めている会社

②事業再編や成長分野への投資により、CFO に事業の立て直しを図ってほしい会社

③M&A や IFRS 等、CFO に財務・会計の専門的知見を求める会社

<u>市場との対話</u>

④外国人株主や社外取比率といった外圧が高まる中で、ガバナンス改革の一環としての CFO を導入する会社

⑤株価ボラティリティが高く、事業リスクが高いため、IR を通じた株主との対話の重要性が高い会社

本論文の冒頭で説明したとおり、CFO の役割は、ROE を向上させ、最終的には企業価値を向上させることにある。ここでいう企業価値を株主価値[8]と捉えると、CFO の役割は株価を引き上げることと換言できる。この点、株価=EPS[9]×PER[10]で表現することができる。この式より、株価を引き上げるためには、EPS を改善するか、PER を上昇させる必要があるということがわかる。EPS は本業の収益力、PER は市場からの期待度と捉えると、CFO には、①本業の改善によるEPS 向上と②IRを通じた株主との対話によるPER 上昇という大きく 2 つのことが期待される役割となる。そこで、CFO を導入している企業には、上記役割を期待する下記のような特徴をもつのではないかと考えた。

①EPS の改善を求める企業の特徴

・本業の不調が一時的ではなくある程度継続している会社（例えば 3 年間）
・成長分野への投資が旺盛で投資にあたっての資金需要が高い会社

この点、本質的な本業改善のためには、不採算事業のテコ入れと成長分野への投資の両側面が必要になると考えられるため、仮説では、この 2 つを一体としたストーリーを提示している。

・事業セグメント数や海外売上高、関係会社の数が多くなったことで、管理の複雑性が増している会社

この点、先行研究でも管理複雑性が高い会社は、トップから下位への権限委譲を行う可能性が高いことが指摘されている。

---

[8] 株主価値=株価×発行済み株式総数で算定している。

[9] Earnings Per Share の略であり、1 株当たり当期純利益を指す。1 株当たり当期純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益/期中平均発行済み株式数で算定できる。

[10] Price Earnings Ratio の略であり、株価収益倍率を指す。PER は、株価/EPS で算定できる。

・M&A や IFRS 導入により財務・会計の専門的知識が必要になっている会社

先行研究では、米国の事例ではあるが、近年、専門的な機能別マネジャーが増加しているとの指摘があった。この点、日本でも同様に、財務・会計の専門的知見を求めて CFO を導入するケースがあるのではないかと考えた。

②PER の向上を求める企業の特徴

・外国人株主比率が高く、欧米型ガバナンスや IFRS 導入を強く求められる会社

外国人株主は一般に、経営に透明性を求めて株主利益最大化に資するような強力なガバナンス体制を期待する。また、のれんの定期償却[11]を始め、採用する会計基準が異なると比較可能性を大きく害するため、外国人株主は、企業間比較が容易な IFRSを採用するように強く求めてくる可能性が高い。そこで、外国人株主が高く、IFRS を導入しているような会社は、CFO を導入して対応している可能性が高いと考えた。

・事業リスクが高く、株価ボラティリティが高いため、IR が重要な会社

事業リスク（ここでいうリスクとは、アップサイドリスクとダウンサイドリスクの双方をいう）が高いと、株価ボラティリティも高くなる。株価ボラティリティが高い会社は、IRの見せ方を工夫して、ダウンサイドの株価ボラティリティは下げて、アップサイドのボラティリティを引き上げることが期待される。この点、CFO の主要な役割の1つに IR があるため、当該特徴を有する企

[11] のれんの扱いは、日本基準と米国基準・IFRS では大きく異なる。前者は、最大 20 年間の期間で、毎期一定額を定期的に償却する。後者は、毎期末に減損テストを実施し、帳簿価額よりも将来キャッシュフローが小さければ、割引後の金額まで減損を行う必要があるが、日本基準のように毎期定期償却を行う必要はない。巨額ののれんを有する会社ほど、この影響は大きく、財務諸表利用者の意思決定に重要な影響を及ぼす可能性がある。

業は、CFO を導入している可能性が高いのではないかと考えた。

③CFO 導入後のパフォーマンスはどうなるのか？

仮説３: CFO の目的は、ROE を向上させ、企業価値を向上させることになるため、関連指標のパフォーマンスが向上する。

CFO を導入する目的は、企業価値を向上させることである。そこで、企業価値及び企業価値向上に資する下記の指標が CFO の導入後にプラスになると考えた。モニタリング対象と選定理由及び期待される効果については下表を参考にされたい。

【表１】:CFO 導入効果の対象指標、選定理由

モニタリング対象	モニタリング対象を選定した理由
1.ROE	CFO の主要な目的な 1 つであるため本指標を採用した。前述のとおり、CFO の主要な目的ゆえ、本指標は改善されるはずではないかと考えた。
2.PER	IR の巧拙により市場評価が高まる指標であり、CFO のパフォーマンスを測れる一指標であると考えたため本指標を採用した。CFO が市場と対話することにより、PER の数値も改善されると考えた。
3.営業利益率	本業の収益性を示す尺度であり、これを高めることで ROE も向上するため本指標を採用した。なお、ROE をデュポン分解すると売上高当期純利益率になるが、当期純利益には本業以外の要素も影響してしまい、分析をしにくくなる虞があったため、今回は分析の比較的しやすい営業利益率を採用した。不要コストの圧縮、不採算事業の撤退により、収益性は向上しているのではないかと考えた。
4.総資産回転率	ROE をデュポン分解した際の資産効率性を示す指標

	であり、ROE が上昇した要因を特定するために本指標を採用している。営業利益率同様、不採算事業のテコ入れを行っているため、計算式分母の不要資産が減例、もって資産効率性についても上昇しているのではないかと考えた。
5.財務レバレッジ	採用した理由は、上記と同様である。ファイナンス理論のセオリーでは、負債を活用して ROE を上昇させるので、CFO 導入後にはこの指標が高くなっているのではないかと考えた。
6.CCC[12]	CCC を改善することは、FCF を改善し、ひいては企業価値を向上させることに繋がる。ついては、CFO はこの指標を改善してくるのではないかと考えた。

以上の 6 つの指標が、CFO を導入することによって改善するのではないかという仮説を立てた。

第4章　分析の手法

本章では、前章で構築した仮説を検証するための分析手法に関する説明を行う。

第1節　CFO 導入データ収集

仮説1の検証にあたって、CFO がいつの時点で導入されているのかを捕捉する必要がある。冒頭申し上げたとおり、現時点でどの企業がいつ CFO を導入したかどうかが一覧できるデータは存在しない。そのため、自身でデータを収集する必要があるが、このデータは、仮説 1 の検証のみな

[12] CCC とは、Cash Conversion Cycle の略であり、キャッシュ・コンバージョン・サイクルを指す。計算式は、売上債権回転期間＋棚卸資産回転期間－仕入債務回転期間であり、資本を投下してから現金になるまでの期間を示すため、この指標が短いほど、資金的に余裕が生まれることになる。そのため、企業は CCC の改善を目指すことを目標にすることが多い。

らず、仮説2以降の分析を行っていくにあたっても非常に重要なデータセットであるため、正確かつ網羅的に収集できるように配慮する必要がある。そこで、まず、正確性と網羅性を充足するデータ収集の方法を模索することから始めることにする。

第1に、有価証券報告書や株主総会招集通知の「役員の状況」に記載されている情報を基礎として集計する方法である。すなわち、この役員の状況の役職名欄に「CFO」、「最高財務責任者」、「チーフ・ファイナンシャル・オフィサー」と記載されていれば、CFO がその期は導入されているとみなす方法である。しかしながら、この方法は、いくつかの問題を抱えている。1 つ目は、企業によって CFO の表現方法が異なり、正確に集計できているかどうか疑問が生じる点である。2 つ目が、役員の状況欄に CFO と明示していないが、実質的に CFO を導入している企業を捕捉できない可能性があり、その場合網羅性に疑念が生じる点である。以上より、当該集計方法は、データの網羅性及び正確性に疑念を持つことから断念することにした。

第 2 に、確認書表紙の「最高財務責任者欄」に記載がある場合に、CFO を導入しているとみなす方法であり、結果的にこの方法を採用した。確認書とは、代表者（通常はCEO）及び最高財務責任者から、有価証券報告書または四半期報告書の記載内容が正しいことを改めて確認する書類である。本書類は、下図3のように、旧証券取引法から金融商品取引法に改正される際に導入され、内部統制報告書制度が開始された 2008 年 4 月 1 日以降に開始する事業年度より提出義務が課されたものである。よって、日本では一般的な 3 月決算の会社では、2009 年 3 月期（2008 年 6 月の第 1 四半期にかかる確認書が最初の提出となる）から確認書の提出義務が生じることになる。換言すれば 07 年以前の情報は拾えないことになる。この点が、当該集計方法による主なデメリットであるが、それを上回る 3 点のメリットがある。

1 点目は、未提出による罰則がある法定開示書類である点である。有価証券報告書、四半期報告書を提出する義務のある会社は、原則すべての会社が提出することになるため、網羅性の向上に寄与するといえる。

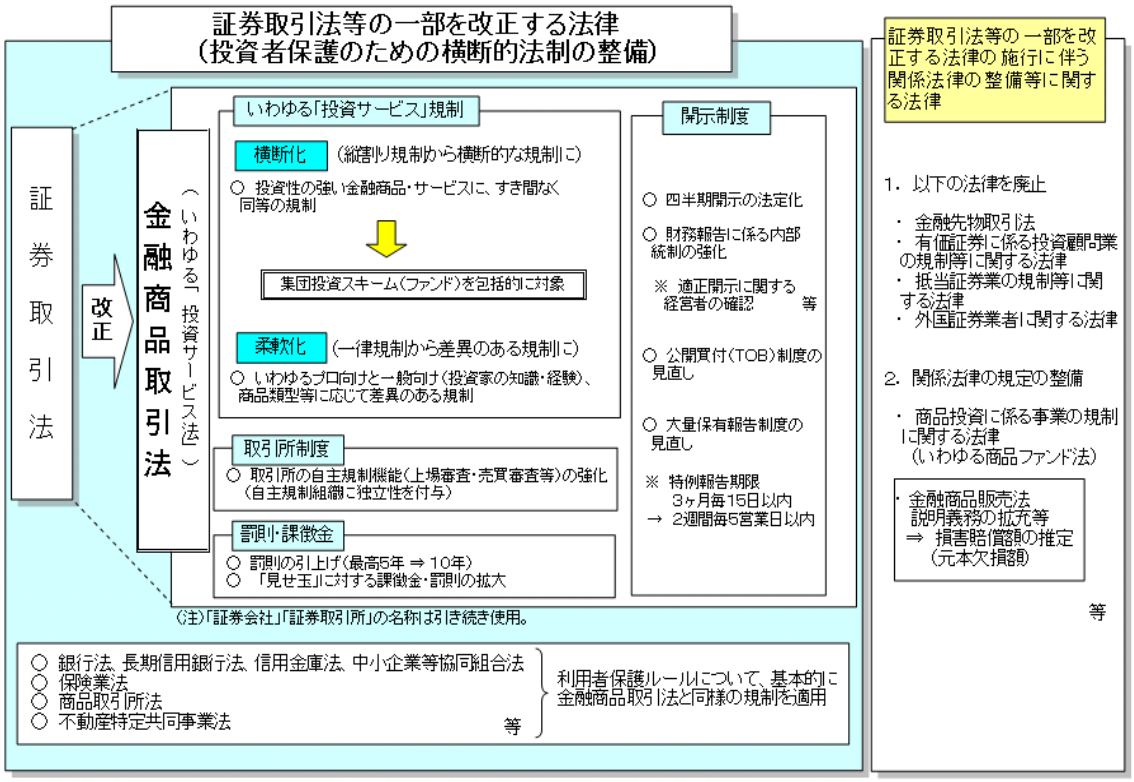
2 点目が、図4のとおり、確認書表紙のひな形に、最高財務責任者欄が明示されているため、有価証券報告書や株主総会招集通知で集計する際のデメリットであった CFO の表記の揺れ問題が解消されるという点である。この点は、CFO 情報集計にあたってデータの網羅性と正確性に寄与するといえる。

3 点目が、「内部統制府令第1号様式　記載上の注意」によれば、最高財務責任者欄に記載する人物は、財務報告に関し代表者に準ずる責任を有する者を定めている場合における当該者をいい、単に財務を担当している者は、当該者に含めない点、最高財務責任者を定めていない場合には、「内部統制報告書の最高財務責任者の役職氏名」への記載は要しないという規定が明記されており、集計精度という観点で有価証券報告書による集計より優位性がある点である。

このように、確認書で CFO 情報を収集したほうが 08 年以降のデータしかとれないものの、データの信頼性が高いため、比較衡量の結果、当該方法を選択することにした。なお、確認書は、四半期報告書と有価証券報告書の計 4 回提出義務があり、基本的には、期末の有価証券報告書にかかる確認書の情報を集計対象としているが、初年度開示のみ、第 1 四半期報告書にかかる確認書の集計結果を前年期末の CFO 導入情報とみなして集計している。例えば、3 月決算の確認書初回開示は 2008 年 6 月の第1四半期報告書であるが、これを 2008 年 3 月時点の情報とみなして集計している。この点、通常の役員人事は、年 1 回、それも期末の株主総会普通決議事項であることが多く、有価証券報告書の役員情報と第 1 四半期の役員情報はほとんど同じである場合が多いため、分析の精度に大きな影響はないものと判断した。

なお、実際の集計作業は、EOL のデータベースを用いて、対象サンプルの確認書を 1 件ずつ 08 年から 20 年までの 12 年間分調査する形で行った。

【図3】:証券取引法から金商法への改正影響



出所:金融庁 HP より抜粋

確認書のひな形を参考に示すため、直近 20 年 3 月期のソニーの有価証券報告書に添付されている確認書の表紙を示す。

【図】:確認書表紙のサンプル

【提出書類】	確認書
【根拠条文】	金融商品取引法第24条の４の２第１項
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2020年６月26日
【会社名】	ソニー株式会社
【英訳名】	SONY CORPORATION
【代表者の役職氏名】	代表執行役　吉田　憲一郎
【最高財務責任者の役職氏名】	代表執行役　十時　裕樹
【本店の所在の場所】	東京都港区港南１丁目７番１号
【縦覧に供する場所】	株式会社東京証券取引所 （東京都中央区日本橋兜町２番１号）

出所:ソニーの 2020 年 3 月期有価証券報告書にかかる確認書より抜粋

上記サンプルでは、下から三段目の最高財務責任者欄に「代表執行役 十時　裕樹」との記載があるため、ソニーは、20 年において、CFO が導入されているというデータが収集できる。これを 2008 年時点で東証一部に上場されている全企業を対象に、2020 年まで継続して実施することで、日本における CFO の普及実態を調査することにした。

第2節　　2 項ロジスティック回帰分析

仮説2の CFO を導入している企業の特徴を分析するための手法として、2 項ロジスティック回帰分析を採用した。

第1項　　2 項ロジスティック回帰分析について

本項では、2 項ロジスティック回帰分析の概要について説明する。2 項ロジスティック回帰分析は、従属変数の値を事象が発生した際に1、発生しなかった際に0とする分析手法であり、1と0の2値をとるため 2 項と呼ばれている。

2 項ロジスティック回帰分析の一般式は、下記のとおりである。

$$\log e\left[\frac{p}{1-p}\right] = b_0 + b_1x_1 \cdots + b_kx_k$$

左辺は、2値の従属変数 y が1をとる確率 p のロジットである。右辺は、k 個の説明変数(x)と切片の線形結合となる。係数の b は、独立変数の1単位の増分に対するロジットの増分を意味する。また、2 項ロジスティック回帰では、交互作用項を用いることができる。

上記一般式の両辺の指数をとり、整理すると、下記のようになる。

$$p = \frac{\exp\,(b_0 + b_1x_1 \cdots + b_kx_k)}{1 + \exp\,(b_0 + b_1x_1 + \cdots + b_kx_k)}$$

式中の exp は指数関数を意味している。また、ロジットと独立変数の関係が線形であることは一般式からわかるが、元の確率 p 独立変数は、線形ではなく非線形である点には留意が必要である。

第2項　　従属変数及び説明変数について

前節で集計した CFO 導入情報のデータセットを用いて、CFO を導入している期間を1、それ以外を0とする CFO 導入ダミー変数を作成し、当該変数を従属変数とする 2 項ロジスティック回帰分析を実行する。これにより、CFO を導入している期間の企業の特徴を分析することができると考えた。

なお、説明変数として、以下を採用した。採用理由と合わせて順に説明する。

① 会計基準ダミー

日本基準以外の会計基準を採用している場合に1をとるダミー変数である。CFO を導入している企業は、外国人投資家対応のため、諸外国の財務諸表と比較可能しやすいIFRS又は米国基準を採用している可能性が高いと考えられるため、当該変数は有意に正になると考えた。

② 売上自然対数

会社規模をコントロールするための変数である。

③ 社歴

会社設立からの年数をコントロールするための変数である。

④ 研究開発費率（研究開発費/売上高）

会社のR&Dへの積極性を識別するための変数である。仮説では、CFO 導入する企業は、成長市場への投資が旺盛であると考えているため、当該変数は有意に正となると考えた。

⑤ 設備投資増加率

会社の設備投資の前年比での増加率を変数に採用した。採用理由は、④の研究開発費/売上高比率と同様、CFO 導入する企業は、成長市場への投資に積極的であると考えられるので、これを立証するためである。

⑥ トービンのQ3 年平均

会社の成長期待度を示す変数である。単年数値を用いてしまうと期末株価の影響を大きく受けるため、その影響を緩和すべく 3 年平均の数値を採用した。CFO を導入している企業は、将来性が高く有力な投資先が多いものと考えられる。この仮説によれば、トービンの Q は有意に正となるはずである。

⑦ セグメント数

事業セグメントの数を変数として採用した。趣旨は、先行研究でも指摘があったように、管理が複雑な会社ほどトップマネジメントからの権限委譲が進むと考えられ、その場合、機能別マネジャーである CFO にマネジメントに期待する可能性が高いと考えたためである。

⑧ 特損比率（特別損失/売上高比率）

事業の不調度を示す尺度として、当該比率を採用した。具体的には、事業構造改革のための減損損失や関係会社売却損、固定資産売却損等の臨時かつ多額の損失を想定している。CFO を導入している企業は、一定期間事業不調であるという仮説を考えているため、当該変数は有意に正となるはずである。

⑨ 関係会社株式取得ダミー

連結キャッシュフロー計算書の子会社株式の取得の項目に金額が記載されていれば 1 を取るダミー変数を作成した。これは、M&A の積極性を示す尺度として機能することを期待して導入した。CFO を導入する企業は、CFO にファイナンスの知見を駆使して M&A を有利に進めてほしいとの思惑があると考えられる。そのため、当該変数は有意に正となることが想定される。

⑩ 海外売上高比率

有価証券報告書に記載のセグメント情報記載の海外売上比率を用いた。この数値が高い会社は、海外展開を積極的に行っている会社であり、管理複雑性が高い会社ともいうことができる。このような会社は、⑦セグメントの場合と同様に、トップマネジメントからの権限委譲先として CFO が導入されているケースが多いのではないだろうかと考

える。

⑪ 連結子会社数

その名のとおり、連結子会社の数を示す変数である。⑩の海外売上比率と同様に、CFO にはマネジメントを期待する側面もあるため、当該変数は有意に正となることが想定される。

⑫ 借入金/自己資本比率

借入による資金調達の度合いを示す尺度である。CFO は、メインバンク制の崩壊により、間接金融から直接金融メインで資金調達を行うようになったことで、株主と対話する必要性が従前より増した。そして、その対応を期待されて台頭してきたという歴史的経緯がある。そのため、CFO を導入する企業は、導入していない企業に比べて直接金融の比率が高いものと考えられる。そこで、当該比率は有意に負であると考えた。

⑬ 社債ダミー

社債残高があれば、1をとるダミー変数である。CFO を導入する企業は、CFO の歴史的経緯から直接金融をベースに資金調達する会社が多いと考えられるため、当該変数は有意に正になると考えた。

⑭ 営業利益率 3 年平均

P/L 数値は年度によって大きくブレやすい。そのため、3 年平均を取ることで、そのブレを無くし、可能な限り事業の収益性を正確に集計できるように配慮した。仮説にも記載したとおり、業績が悪化した会社が導入するものと考えられるため、当該変数は有意に正になると考えた。

⑮ 指名委員会設置会社ダミー

指名委員会設置会社のように執行と監督の分離を意識する機関設計をしている会社は、ガバナンス改革の一環として、執行部隊としての CFO を導入する企業が多いと考える。そこで、当該変数は、有意に正になると考えた。

⑯ 社外取比率

社外取比率の高い会社は、上記の指名委員会設置会社会社の場

合と同様、ガバナンス改革の意識が高い会社である。そのため、CFO を導入して執行と監督の分離を明確にする会社が多いものと考える。そこで、当該変数は、有意に正になると考えた。

⑰ 外国人株主比率

外国人株主比率の高い会社は、一般に、いわゆる物言う株主の割合が高く、欧米型のマネジメントを要求することが多いと考えられるため、当該変数は有意に正になるものと考える。

⑱ 株価ボラティリティ 3 年平均

株価のボラティリティ 3 年平均（日次ベース）が高い会社は、事業の不安定さを示す尺度でもあり、IRの見せ方でボラティリティを一定程度コントロールできると考えられるため、IRの重要性が高い会社であるとも言える。このような会社は、CFO の活躍が期待されるため、当該変数は有意に正であることが想定される。

⑲ 外国人比率×会計基準ダミー（交差項）

CFO は、持ち株解消の主要な売り先の 1 つとして増加した外国人株主の対応するために台頭してきた経緯がある。この点、外国人株主にとって企業間の比較が行いやすい日本基準以外の会計基準（特に、IFRS）を採用している場合、外国人比率の高まりを受け、CFO を導入している可能性がさらに高まるものと考えられる。

第3項 データソースについて

上記変数のデータソースを下記に示す。

【表2】:変数データソース一覧表

変数名	データソース
①会計基準ダミー ②売上自然対数 ④研究開発費率 ⑤設備投資増加率 ⑥トービンの Q3 年平均[13] ⑧特損比率 ⑨関係会社株式取得ダミー ⑩海外売上高比率 ⑪連結子会社数 ⑫借入金/自己資本比率 ⑬社債ダミー ⑭営業利益率 3 年平均 ⑰外国人株主比率 ⑲外国人比率×会計基準ダミー	SPEEDA
③社歴	日経 NEEDS
⑦セグメント数	有価証券報告書のセグメント情報
⑮指名委員会設置会社ダミー ⑯社外取比率 ⑱株価ボラティリティ 3 年平均	日経 CGES
産業ダミー	東証株価指数 33 業種

[13] SPEEDA 情報より筆者算定。計算式は、(負債合計＋時価総額) /総資産である。

第4項　　対象範囲について

対象会社は、東証一部に 08 年時点で上場している会社全件(1,714 社)であり、仮に 08 年から 20 年の間に上場廃止もしくは市場変更があった場合にも当該母集団に含めている。次に、対象期間であるが、11 年から現在に至るまでの全期間である。仮説1検証の CFO の導入実態調査は 08 年スタートなのに対し、仮説2検証は、11 年スタートであり、3年間の乖離がある。これは、株価ボラティリティ等の一部データが、11 年以降のデータしか取得できない日経 CGES から取得している関係である。この点、11 年から 20 年の期間でも 10 年間を母集団として分析できるため、分析上大きな問題はないと判断した。

第5項　　外れ値の調整

データベースから取得した数値をそのまま用いて統計分析を行ってしまうと、外れ値に引っ張られて分析結果が歪んでしまう可能性がある。そこで、外れ値の調整を行う。具体的には、99 パーセンタイルを上回る数値及び下位 1 パーセンタイルを下回る数値について調整を行う。調整方法は、それぞれの上下限を超えた数値を 99 パーセンタイル又は 1 パーセンタイルの数値に置き換えることで、外れ値調整を行った。これにより、外れ値による分析の歪みを回避した。

第3節　　パフォーマンス分析

本節では、仮説3の検証方法を説明する。前章では、CFO の導入後、企業価値向上のための各種変数及び企業価値が向上するという仮説を立てた。これを検証するため、パフォーマンスの期間推移分析と t 検定を実施する。

第1項　分析の概要

本項では、CFO 導入効果の分析方法の概要を説明する。

①期間推移分析

CFO を導入した時点を0として、導入前後2年間のサンプル企業の各指標数値を集計し、平均値を算出する。導入時点及び前後2年の計5年間の平均値を折れ線グラフで示すことで、簡易的ではあるが、CFO のパフォーマンスを測定する。

②t 検定

導入前2年間の指標平均値と導入後2年の指標平均値を対比し、両者の差に有意な差があるのかを t 検定で検証する。ここで有意な差があれば、CFO の導入は効果がありそうであるということを統計的に説明することができると考えた。

第2項 対象範囲について

確認書提出の観測期間が2年目以降に CFO を導入した会社で、かつ導入前後5年間について継続してモニタリングできる会社を対象とする。観測期間2年目以降を対象にした理由は、観測期間 1 年目での CFO 導入は、確認書の提出義務以前にすでに CFO を導入していた可能性を否定できず、その場合、本パフォーマンス分析にノイズが混入してしまうと考えられ、この影響を排除するためである。また、5年間継続してモニタリングできる会社を選定した理由は、1 年間でもデータを集計できない期間があると、分析に支障をきたすためである。次に、調査対象指標は、6つで ROE、営業利益率、総資産回転率、財務レバレッジ、CCC、PER である。これらの指標を採用した理由については、第3章2節を参考にされたい。

第3項 分析の詳細

①期間推移分析

分析の基本は、前項までですでに説明済みであるが、本項では、分析の詳細について説明する。まず、業種影響の緩和についである。第1 項で示した分析手法をそのまま実行してしまうと、業種による影響が色濃く反映されてしまう。具体的には、サンプルに成長産業が多く含まれていた場合、CFO を導入しなくても分析指標が上昇する可能性があり、その場合には CFO のパフォーマンスを適切に集計することができていないことになる。この影響を緩和するため、指標別・導入期間別に日経 33 業種の中央値を算出し、各企業の各変数から該当の中央値を控除することにした。そして、この数値の単純平均を算出することで、業種影響を排除した CFO の真のパフォーマンスが測定できると考えた。また、外れ値の調整をするため、期間別に 99 パーセンタイル及び 1 パーセンタイルを超える部分をそれぞれの数値に置き換えた。これにより、外れ値により分析の結果が歪む可能性を低減した。

②t 検定（対応あり）

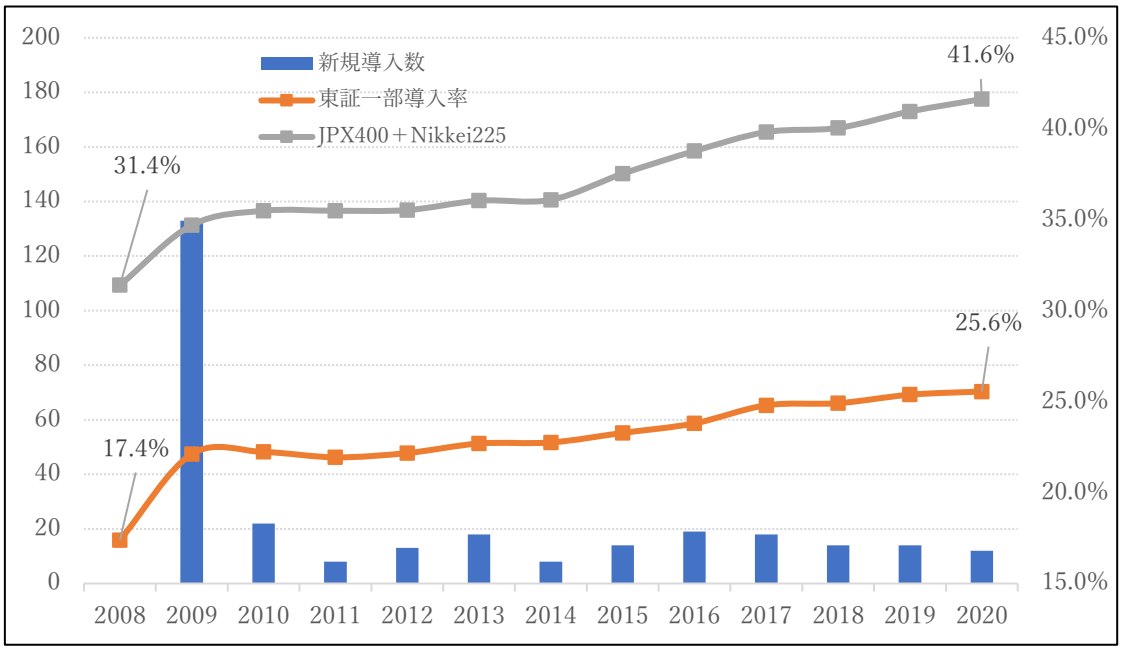
今回は、同一サンプル母集団の時系列比較となるため、対応ありの t 検定を行う。分析対象の母集団は、対象期間、指標ともに①期間推移分析と同様であるため、記載は省略する。また、①と同様の手法で、外れ値の調整を行った。

第5章　分析結果

本章では、前章で説明した分析手法に基づき実施した手続きの結果を説明する。

第1節　日本における CFO の導入実態

【図５】：日本における CFO の導入実態(08-20)[14]



出所：確認書を基に筆者集計

前章で説明した集計方法により、08 年時点で東証一部に上場していた会社を対象に 08 年から 20 年の計 12 年間にわたって、全件調査を行った。上記の図5は、その結果である。年間の新規導入数を示す棒グラフを見ると、09 年に導入した会社が 133 社と圧倒的に多いことがわかる。このうちの大半が、確認書提出義務が課される 08 年（3月決算[15]以前の場合

[14] 棒グラフで示した新規導入数について、08 年については、すでに CFO を導入していた企業が多く、純粋な新規導入とは言えない側面が強いため、グラフからは除いている。

[15] 確認書提出義務が 2008 年 4 月 1 日以降に開始する事業年度であるため、例えば 2 月決算の場合は、翌年の 2009 年 2 月 1 日から開始する事業年度から対象となる。

は 09 年が初年度開示で今回はこちらが該当）以前に CFO を導入していた企業であり、これらの会社が開示初年度に新規導入として計上されているためと思われる。また、図5をさらに見ていくと、10 年以降は、多少の上下はあるものの概ね毎年安定した数の会社が CFO を導入しているといえる。同図のオレンジ色の折れ線グラフは、東証一部を母集団とした CFO 導入率の推移を示している。これによれば、確認書開示義務が始まった 08 年は約 17 パーセントからスタートし、直近では約 26 パーセントの会社が CFO を導入していることになる。12 年間で導入率が約9%の上昇(年平均で 0.75%の増加)とやや緩やかな傾きとなっている。また、参考に、相対的に規模の大きい日経 225 と TOPIX400[16]を合わせて母集団として同様に集計したのが灰色の折れ線グラフである。これを見ると、確認書提出義務開始時点では、約 31 パーセントの会社が CFO を導入しており、直近では 42 パーセントの会社が CFO を導入していることになる。導入率の傾きは前者の東証一部パターンと大きな乖離は見られないが、導入率は直近の 20 年で 42 パーセントと相当数の会社が CFO を導入していることがわかった。いわゆるエクセレントカンパニーにおいて、CFO がより普及しているといえる。

第2節　CFO 導入企業の特徴について

本節では、CFO を導入している会社の特徴を示す。次ページにて、2 項ロジスティック分析を行った結果を記載する。変数名の右にある数値の上段は、傾きを示し、下段は標準誤差を示す。また、その右にあるアスタリスクは、有意水準を示しており、***は 1 パーセント有意水準、**は 5 パーセント有意水準、*は 10 パーセント有意水準を示す。

---

[16] 日経 225、JPX400 ともに、2020 年 6 月 30 日時点で採用されていた会社をサンプルとしている。なお、日経 225 の採用基準は、流動性と業種バランス、JPX400 の採用基準は、流動性、ROE、時価総額、IFRS 適用の有無、英文コーポレート・ガバナンス報告書等である。現状の日本株売買の約 7 割が外国人株主を占めている点を鑑み、外国人株主を意識した採用基準となっている。

【図6】:CFO 導入企業の特徴の結果(2 項ロジスティック分析　SPSS で実施)

	Model 1		Model 2	
変数名	ベースケース		交差項ありケース	
規模・社歴コントロール				
売上自然対数	-0.036		-0.032	
	(0.023)		(0.023)	
社歴	0.000		0.000	
	(0.001)		(0.001)	
財務指標関連				
営業利益率3年平均	-0.014	***	-0.014	***
	(0.004)		(0.004)	
研究開発費比率	0.023	**	0.022	**
	(0.011)		(0.011)	
設備投資増加率	0.000		0.000	
	(0.000)		(0.000)	
特別損失比率	0.037	***	0.037	***
	(0.011)		(0.011)	
社債発行ダミー	0.036		0.037	
	(0.049)		(0.049)	
借入金比率	0.001	***	0.001	***
	(0.000)		(0.000)	
関係会社株式取得ダミー	0.254	***	0.256	***
	(0.064)		(0.064)	
非財務関連指標				
会計基準ダミー	1.201	***	0.875	***
	(0.096)		(0.210)	
セグメント数	0.083	***	0.083	***
	(0.010)		(0.010)	
外国人株主比率	0.014	***	0.014	***
	(0.002)		(0.002)	
連結子会社数	0.005	***	0.004	***
	(0.001)		(0.001)	
委員会設置ダミー	1.394	***	1.406	***
	(0.146)		(0.146)	
海外売上比率	0.008	***	0.008	***
	(0.001)		(0.001)	
トービンのQ3年平均	0.358	***	0.359	***
	(0.039)		(0.039)	
社外取締役比率	0.015	***	0.015	***
	(0.002)		(0.002)	
外国人株主比率×会計基準ダミー	—		0.012	*
			(0.007)	
株価ボラティリティ3年平均	0.100	**	0.100	**
	(0.004)		(0.004)	
定数項	-1.765	***	-1.796	***
	(0.249)		(0.250)	
産業ダミー	Yes		Yes	
時間ダミー	Yes		Yes	
R-Squared	0.196		0.196	
サンプル数	16,224		16,224	

上表が、CFO を導入している企業の特徴である。モデル1は、外国人株主比率と会計基準ダミーの交差項がないパターンで、モデル 2 は、交差項を入れたパターンである。モデル1と2の比較では、交差項が 10 パーセント水準で有意になった点のみで異なる。交差項が 10 パーセント水準とはいえ有意になったということで、日本基準以外の基準を採用している会社で、外国人株主比率が高い会社、すなわち、外国人株主の圧力が強く経営にあたって相対的に彼らを意識した経営をせざるをえないような会社は、より CFO を導入しているケースが多いということがわかった。

なお、仮説の妥当性を検証するため、以下で、仮説で想定していた符号と実際に分析で出た結果を対比する。

【表3】 仮説検証（仮説と Model2の対比）

変数名	仮説での符号	分析結果	判定
売上自然対数	正	有意水準満たさず	—
社歴	正	有意水準満たさず	—
営業利益率 3 年平均	負	負	一致
研究開発費率	正	正	一致
設備投資増加率	正	有意水準満たさず	—
特別損失比率	正	正	一致
社債発行ダミー	正	有意水準満たさず	—
借入金比率	負	ほぼ0	不一致
関係会社株式取得ダミー	正	正	一致
会計基準ダミー	正	正	一致
報告セグメント数	正	正	一致
海外売上比率	正	正	一致

外国人株主比率	正	正	一致
外国人株主比率×会計基準ダミー	正	正	一致
連結子会社数	正	正	一致
委員会設置会社ダミー	正	正	一致
トービンの Q3 年平均	正	正	一致
社外取比率	正	正	一致
株価ボラティリティ 3 年平均	正	正	一致

分析結果は、以上のとおりであるが、概ね、仮説を支持する結果となった。売上自然対数と社歴について、有意水準を満たさなかった。これは、規模にかかわらず、また新興企業でも比較的 CFO が導入されているということが言えるだろう。この点、確かに、分析にあたってソニーや伊藤忠といった歴史ある大企業のみならず、新興企業で相対的に規模の小さい IT 系企業も CFO を導入しているケースが散見されたため、個人的には納得がいく結果となった。他にも、設備投資増加率や社債発行ダミーが有意水準とならなかったが、設備投資に関する実質的な権限は CFO ではなく、さらに下位の役職、具体的には、実態をよく知る現場レベルの各事業部長まで権限委譲されているためではないかと考えた。また、社債についても、確かに直接金融であり、市場から直接資金調達をするものの、最初に投資家に社債払込をしてもらって以降は、業績に応じて利息・償還額が変わるようなことは通常なく、毎期一定の社債利息を支払うことが契約で決まっている。したがって、価格変動リスクが乏しいので、わざわざ CFO が市場に積極的なIRを行う必要性は、株式市場に比べれば格段に低いといえる。そのため、CFO の導入の有無と社債発行の有無は必ずしもリンクするわけではないという結果になったのではないだろうかと考えた。次章にて、さらに詳細な結果の解釈を行っていく。

第3節　　CFO 導入の効果について

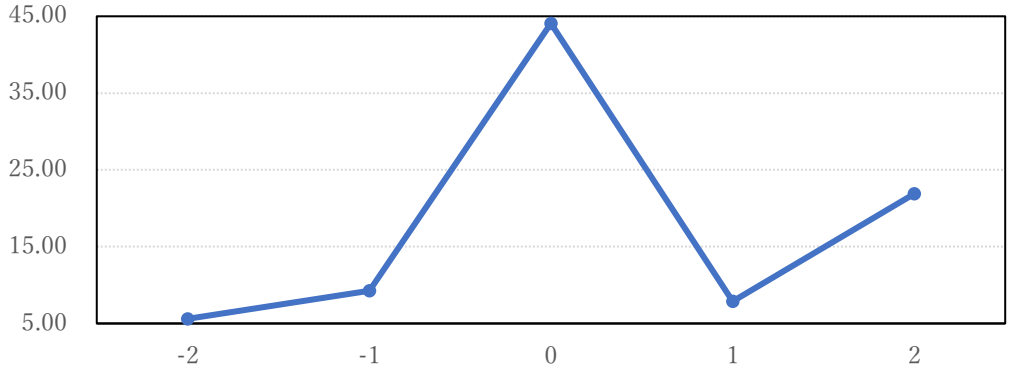
本節では、CFO 導入効果の結果について記載する。分析手法は、前章第3節で説明したとおりだが、その方法で実施した結果、180 社を対象に、CFO 導入の効果を行うことになった。以下、分析結果を記載する。

第1項 期間推移分析

以下、期間推移分析の結果を折れ線グラフで示す。グラフ期間の0は、CFO を導入した期を示し、その前後 2 年間の平均数値（業種影響調整後）を集計している。

①配当性向

【図6】:業種影響調整後の配当性向期間推移



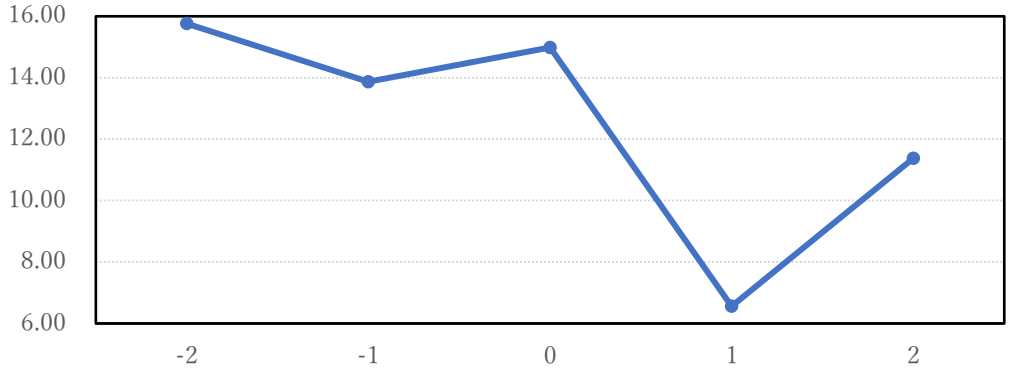
出所:財務諸表数値を基に筆者集計（以下、図 12 まで同様）

配当性向は、期間推移グラフから、導入前 2 年間平均 8 パーセントから導入した期に約 45 パーセントまで一気に上昇していることがわかる。この点、確かに配当性向を引き上げるのは、一般に、CFO の裁量の範囲内であることが多く、また、目下の業績に関係なく、過去の利益の蓄積である利益剰余金を取り崩すことで可能である点、株価を一時的に上昇させるには即効性がある点を鑑みると、CFO にとって実施しやすい施策の 1 つであり、結果には一定の合理性があるといえる。導入した期以降は、反動のせいか配当性向が少なくなっており、CFO の配当性向引き上げ効果は、一時的であることがわかった。もっとも、

配当性向の計算式が配当総額/当期純利益であるため、当期純利益の影響を強く受けることになり、必ずしも配当の引き上げ効果が一時的と断言することはできない点は留意する必要がある。例えば、配当水準の決定方法として、一定割合以上のDOE[17](株主資本配当率)を用いている場合は、仮に利益が増えたとしても配当金額は大幅に増えることはなく、その場合配当性向は下がることになる。近年は、DOE を配当水準決定方法としている会社も増えているが、依然として配当水準を決定する際に利益をベースにしている風潮も根強いため、今回は、配当性向を採用した。

②CCC

【図7】:業種影響調整後の CCC 期間推移



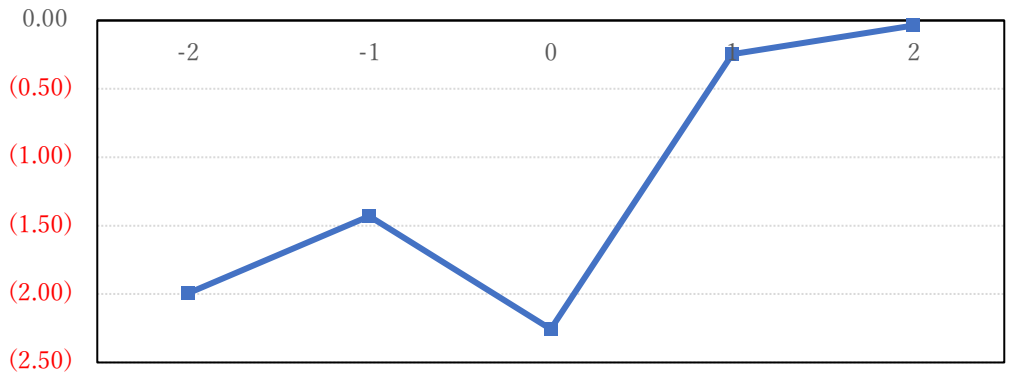
上記の折れ線グラフを見ると、CCCは、CFO 導入前平均が約 15 日なのに対し、CFO 導入後平均が約9日であるため、CFO 導入には、約 1 週間の改善効果があったことがわかる。一般に、CCC は、債権回収管理の厳格化等による売掛金回収サイトの短縮、在庫水準の適正化等による在庫保有期間の短縮、仕入先見直し等による支払いサイトの延長等により改善することができる。CCC を改善することで、必要

[17] DOE は、配当金額/株主資本で算定される。例えば、DOE5%をベンチマークとしている場合、利益が大幅に増えても配当金額はあくまで DOE5%であるため、大幅に増えることはなく、配当性向は減少することになる。

運転資本金額が減少し、最終的には FCF[18]が増大する。このことは、ファイナンス理論的に、企業価値が向上することを意味する。この点、統合報告書の CFO メッセージの中でも、当該指標の改善を目的としている会社が多く、例えば、コニカミノルタや味の素、NECといった名だたる会社が、当該指標の改善を目標としている。今回の結果により、CFO が CCC の改善に実際に影響を及ぼしていることを確認することができた。

③ROE

【図8】:業種影響調整後の ROE 期間推移



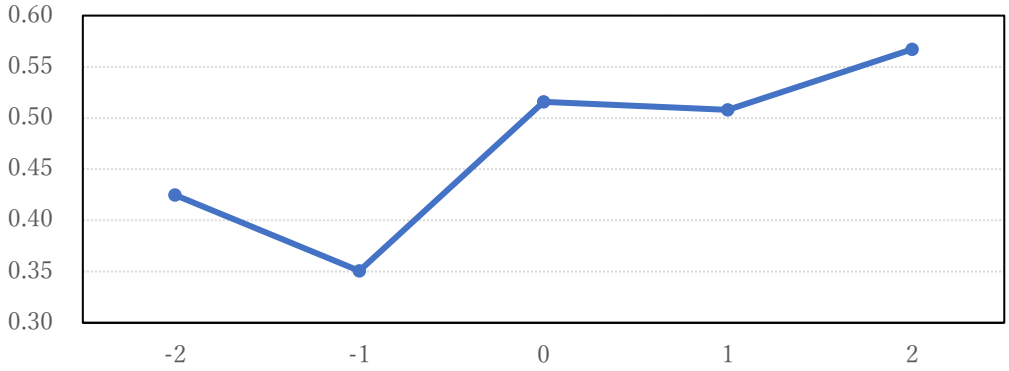
ROE は、株主にとっての収益性を示す指標である。冒頭に説明したとおり、当該指標を引き上げることは、CFO の主要な目的の 1 つであり、これを向上させることは、投資家、特に ROEを重視する傾向にある海外投資家からの買い注文を呼び込み、もって株価を引き上げることに役立つ。この点、期間推移を見てみると、CFO 導入前の調整後平均 ROE が、約マイナス 1.8 パーセントなのに対し、CFO 導入後調整後 ROE 平均はマイナス 0.3 パーセントとマイナス幅が縮小しており、明らかに ROE が改善していることがわかる。ROE の増減分析として一般

[18] FCF（フリー・キャッシュ・フロー）は、NOPAT（税引後営業利益）に減価償却費を足し戻し、設備投資額及び運転資本増加額を差し引くことで計算される。

的な手法の 1 つに、デュポン分解[19]がある。そこで、ROE がどのような要因で改善されたのかを特定するため、④から⑥でデュポン分解した指標を分析する。なお、分析手法の章で詳細を記載したが、売上高当期純利益率は採用せずに、営業利益率を用いる点はご承知おき願いたい。

④財務レバレッジ

【図9】:業種影響調整後の財務レバレッジ期間推移

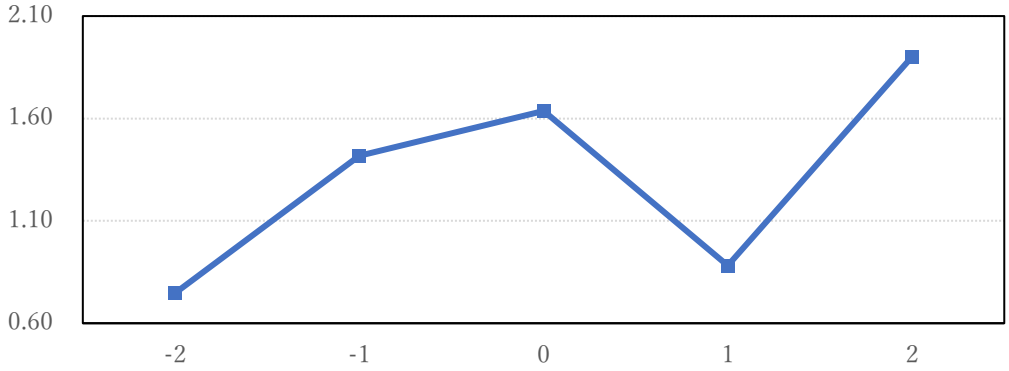


ROE をデュポン分解した構成要素の 1 つである財務レバレッジは、負債の利用度を示す。この点、CFO を導入する以前の調整後平均の財務レバレッジは、約 0.38 倍なのに対し、導入後は、約 0.53 倍と着実に当該数値が上昇していることがわかる。この結果を見る限りでは、CFO は ROE を向上させる手法の 1 つとして、負債を活用している傾向にあるといえる。

[19] ROE は、デュポン分解が有名であるが、これをもとに、売上高と総資産をドライバーとして分解すると、売上高当期純利益率（当期純利益/売上高）×総資産回転率（売上高/総資産）×財務レバレッジ（総資産/自己資本）に分解できる。

⑤営業利益率

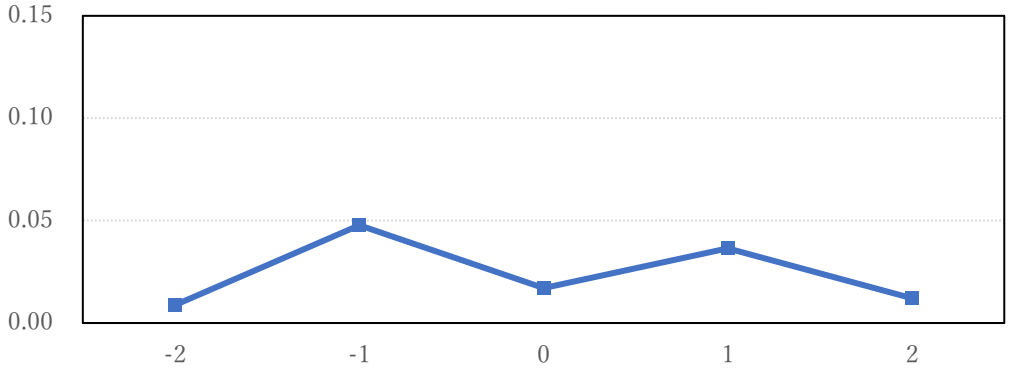
【図10】:業種影響調整後の営業利益率期間推移



本業の収益性を示す尺度である。導入前の調整後平均の営業利益率は約 1.1 パーセントであり、導入後のそれは、約 1.4 パーセントと営業利益率はやや改善しているといえるが、他の指標に比べると動きは鈍い。この結果を鑑みれば、ROE を向上させた要因として収益性の改善の側面は影響が少なそうである。

⑥総資産回転率

【図11】:業種影響調整後の総資産回転率期間推移

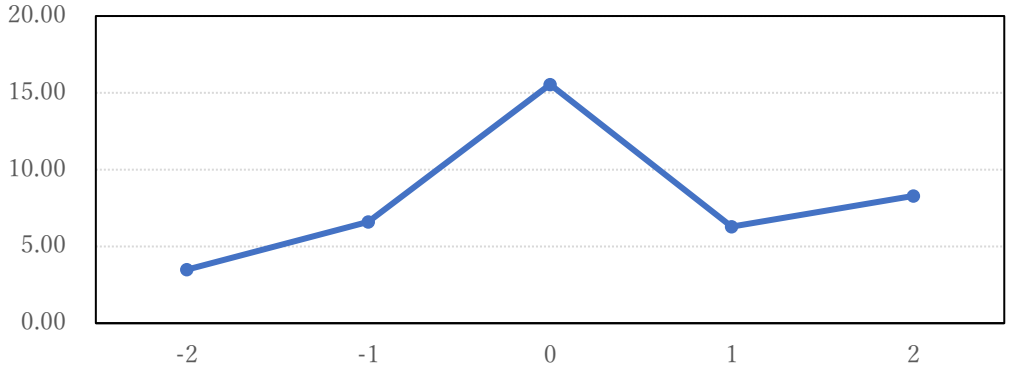


当該指標は、ROE をデュポン分解した際の資産効率性を示す尺度である。折れ線グラフを見てもわかるとおり、CFO 導入前後であまり顕著な動きは見られていない。そのため、営業利益率に続き、ROE を向上させる要素として、資産効率性の側面の影響は少なそうである。

以上で、ROE のデュポン分解をした際の3つの指標の期間推移分析の結果をすべて説明した。上記で説明したとおり、CFO 導入によって ROE が向上した要因は、負債活用による財務レバレッジ上昇の影響が最も大きく、収益性の改善もやや影響している可能性があるということがわかった。一方で、本分析の限りでは、資産効率性の向上の傾向は見られなかった。

⑦PER

【図12】:業種影響調整後の PER 期間推移



PER(株価収益倍率)は、上場株式の市場評価が割安か割高かどうかを判断する尺度の 1 つである。上記折れ線グラフを見ると、CFO 導入時点で、CFO への期待感が影響しているせいか、調整後の PER が約 16 倍と CFO 導入前の調整後平均である約5倍から大きく跳ね上がっていることがわかる。その後、CFO 導入後平均の PER は約7倍と落ち着きをみせている。CFO 導入前後で見ると、5倍から7倍への上昇とやや市場評価が高まったといえる。導入時点で PER が跳ね上がった要因であるが、配当性向の期間推移とグラフが連動しているように見受けられることから、配当性向を引き上げたことが株価を引き上げることに寄与したのではないかと考えた。この点、配当性向の箇所で書いた、配当性向の引き上げは、CFO の裁量範囲内かつ株価上昇に一時的ではあるが即効性のある施策であるという話とも整合しており、両者の関係性が改めて確認されたのではないだろうか。

第2項 対応ありの場合のｔ検定

同一サンプルの時系列比較であるため、対応ありの場合のｔ検定を行った。結果は、次ページの表のとおりである。

【図13】:対応ありのｔ検定の結果[20](SPSS により実施)

分析指標名	導入前2年間平均値	導入後2年間平均値	差の平均値
①配当性向	7.43	14.90	7.47 ・ (4.762)
②CCC	14.82	8.97	-5.85 ＊ (3.182)
③ROE	-1.71	-0.14	1.57 ＊ (0.840)
④財務レバレッジ	0.39	0.54	0.15 ・ (0.103)
⑤営業利益率	1.08	1.39	0.31 (0.379)
⑥総資産回転率	0.03	0.02	0.00 (0.013)
⑦PER	5.04	7.29	2.25 (2.175)
サンプルサイズ	360	360	360

CCC と ROE について、導入前後の平均の差に 10 パーセント水準で有意差が見られた。具体的には、CCC は導入後に平均約 6 日の削減効果及び ROE は導入後に 1.6 パーセントの引き上げ効果が統計的に有意に確認された。また、一般的な統計的有意水準からは少し乖離するが、配当性向(.118)、財務レバレッジ(.146)が 15 パーセントの有意水準に落ち着いた。図13の差の平均値の結果を見ると、配当性向が 7.5 パーセント、財務レバレッジが 0.15 倍の引き上げ効果があったということがわかる。15 パーセント有意水準とのいうのは、

[20] *は 10 パーセント有意水準、・は 15 パーセント有意水準を示す。差の平均値の上段は導入前後の差の数値を示し、下段は標準誤差を示す。

一般的な有意水準とは必ずしもいえないが、簡便的な分析ということを前提とすれば、CFO には、配当性向引き上げ効果と ROE 向上を意図した負債活用の傾向があるということが、統計的に一定程度示すことができたのではないだろうか。また、残念ながら、今回の分析結果では、営業利益率と総資産回転率、そして PER については平均の差に有意差は見られなかった。観測期間が 2 年間という短期的なスパンだったこともあり、本業の改善にメスを入れた後に効果が出るまでには少し観測期間不足だったのかもしれない。もう少し中期的な結果を見ることができれば、結果は変わったのかもしれないので、この点については、今後の課題としたい。

第6章　結果の考察

前章の結果を受け、本章にて結果の考察を行う。

第1節　CFO の普及実態について

まず、CFO の普及実態の結果を受けての解釈である。東証一部を母集団とした CFO 導入割合は、直近の 20 年で約 26 パーセントである。一方で、日経 225 や JPX400 といった日本を牽引する主要企業を母集団とした導入率が 42 パーセントであった。この点、JPX400 の採用基準は、流動性の他、ROE、IFRS 適用の有無等、外国人株主を意識したものとなっていることを鑑みると、外国人株主を意識したあるいは意識する必要性に駆られている会社ほど CFO を導入している可能性が高いといえるのではないかと考える。仮説では、日本企業を取り巻く外部環境変化に対応するため、日本企業は CFO を徐々に導入していったのではないかと考えていた。この点、図5を見ると、確かに徐々に導入率が上昇している結果となっており、今回の結果は、概ねその仮説を支持したものとなる。また、他国の事例なのであくまで参考程度だが、アメリカでは、1963 年にほぼ 0 パーセントの導入率だったが、20 年後の 1983 年には約 35 パーセントの導入率となっている。この推移は、日本の CFO 導入率とどこか似ている側面がある。アメリカのこの事例を参考にすれば、今後、我が国においても CFO の

普及がさらに進む可能性が高いといっても過言ではないだろう。

企業を取り巻く環境は、日々刻々と移り変わっており、留まるところを知らない。今年 20 年も例に漏れず、コロナ危機に日本企業が見舞われることになった。本来であれば、20 年は東京オリンピックが開催され運輸・飲食・宿泊業界等は好業績となるはずであったが、結果はご存知のとおり正反対である。このように、企業は過去も現在も常に不確実性下の状況に置かれている。今後も、予測できない外部環境変化に対応するために CFO の導入トレンドは続くのではないかと考えており、ますます CFO の導入は進んでいくだろう。

第2節　CFO 導入企業の特徴について

前章の結果を踏まえると、CFO を導入している企業の特徴は、仮説で提示したものを概ね支持する結果となった。具体的には、下記に該当するような企業であると考える。

1. 事業の多角化、海外進出、連結子会社の増加等により、管理複雑性が増したことで、横断的な視点でマネジメントを求めている会社

この仮説を支持するために投入した変数の組み合わせは、セグメント数、海外売上比率、連結子会社であった。いずれも有意に正の水準であり、この仮説を支持したものといえる。

2. 事業再編や成長分野への投資により、CFO に事業の立て直しを図ってほしい会社

この仮説を支持するために投入した変数は、事業再編が必要かどうかを特定する変数として、営業利益率 3 年平均、特別損失比率を採用し、成長分野があるかどうか、そこに投資しているかどうかを特定する変数として、トービンのQ3 年平均、研究開発費率、設備投資増加率、関係会社株式取得ダミーを採用した。この結果、設備投資増加率については残念ながら有意水準とはならなかったが、その他は有意に正の水準であり、この仮説を概ね支持したものといえる。有意にならなかった設備投資増加率に

対する解釈は後述する。

3. 外国人株主や社外取比率といった外圧が高まる中で、ガバナンス改革の一環としての CFO を導入する会社

この仮説を支持するために投入した変数は、外国人株主比率、社外取比率、委員会設置会社ダミーである。これらの変数は、いずれも有意に正の水準であり、この仮説を支持したものといえる。

4. M&A や IFRS 等、CFO に財務・会計の専門的知見を求める会社

この仮説を支持するために投入した変数は、関係会社株式取得ダミー、会計基準ダミー、会計基準ダミー×外国人株主比率の交差項である。結果は、いずれも有意に正の水準となったため、この仮説を支持したものといえる。

5. 株価ボラティリティが高く IR を通じた株主との対話の重要性が高い会社

この仮説を支持するために投入した変数は、株価ボラティリティ3年平均と借入金比率である。株価ボラティリティ3年平均については、期待された方向に有意水準であったが、借入金については傾きが 0.001 とほとんど 0 に近く、中立であった。そのため、CFO を導入している企業は、直接金融メインに完全に傾倒しているというわけではなく、間接金融である借入もバランスよく使っていることが分かった。この点は、仮説3の検証結果の財務レバレッジを駆使して ROE を上昇させているという結果とも整合している。しかしながら、CFO を導入している会社は、事業リスクの高さから株価ボラティリティが高く、IR の見せ方によって株価をコントロールする必要性が高いものと考えられる。この点、借入金の変数は想定とは異なる符号であったものの、IR の重要性は高い会社ということには依然として変わりがなく、概ねこの仮説を支持したものといえるのではないだろうか。

なお、今回はパネルデータを用いて2項ロジスティック回帰分析を実施している関係で、各種変数が有意になりやすく、それゆえ今回のような結果になっている可能性がある。そこで、パネルデータではなく、直近の 20 年

単年を母集団とし、同様の回帰分析を実施し、パネルデータの結果と大幅な乖離がないことを確認することにすることにした。結果は付録2のとおり、概ねパネルデータを用いて実施した回帰結果と一致することになった。簡便的ではあるが、パネルデータの特性を鑑みても、分析結果と概ね同様になることが確かめられた。

有意にならなかった変数についての考察

売上高自然対数及び社歴について、有意水準を満たさなかった。これは、前章の結果の箇所でも記載したが、規模や社歴に関係なく、幅広い会社に CFO が普及していることを示していると考える。確かに、CFO を導入している企業を見てみると、ソニーといった大規模かつ歴史の長い会社のみならず、特に IT 系の新興企業も CFO が導入しているケースが散見されるため、この実態と整合している。また、設備投資増加率が、有意水準とはならなかった。この点、設備投資は一般に、工場長又は事業部長といった現場レベルの関与度が高く、CFO といえども関与しにくい投資分野であるといえる。そのため、設備投資増加率が有意に正とならなかったのはそうした実態を反映している可能性が高いと考えた。この点、先行研究においても設備投資はトップから下位への権限委譲度が高いという点が指摘されており、この結果を裏付けるものとなっているといえる。

最後に、社債発行ダミーが有意水準とならなかったが、これは、売上高や社歴が有意水準とならかったことと整合していると解する。具体的には、社債を発行するためには、会社の信用力が市場で評価される必要があるが、CFO を導入している企業は規模や社歴が区々であり、社債を有利に発行できない会社も含まれているためではないかと考えた。

以上を踏まえると、日本における CFO はとりあえず社会的な体裁のため、形式的に CFO を入れて実権はあまり持たないというようなケースは少なく、導入にあたっては企業価値の向上を意図して合理的な背景（事業再編、成長分野への投資、ガバナンス対応、IR 等）がある可能性が高いということがわかった。

第3節　CFO 導入後のパフォーマンスについて

期間推移分析及びｔ検定の結果、CFO の目的の1つである ROE の向上及び、企業価値向上に寄与するCCC 改善に十分効果があるということがわかった。さらに、統計的には有意水準としては若干弱いが、財務レバレッジと配当性向が有意傾向といえ、CFO は、増配による自己資本減少及び負債を活用した事業活動を展開することによる ROE の向上を狙っている可能性が高いということもわかった。これらは、確かに短期的に効果が出やすい施策であり、この結果は納得しやすい。一方、導入前後 2 年間のパフォーマンス分析という短期間を対象にした性質上、営業利益率や総資産回転率といった本業にメスを入れるような中期的に改善に取り組まないと結果が出にくいような指標は、今回有意差が見られなかった。時間制約上、今回は研究の対象にはできなかったが、可能であれば中期的な結果をモニタリングしてみるとまた違った結果になるのではないだろうか。

日本の会社は、伝統的に借入が少ない方が、財務安定性が高く望ましいとされてきており、究極的には無借金経営を目指すような風潮が長らく存在していた。この点、ファイナンス理論を学んだことのある CFO は、適度に負債を活用したほうが、結果として ROE、ひいては企業価値を向上させるということがわかっているため、逆に負債の未活用分を巧みに活用して企業のパフォーマンスを向上させているということが今回の結果から言えそうである。

CFO の導入には、少なくとも短期的な企業価値の向上に一定程度の効果が見られるといっても過言ではないだろう。

第7章　結論

日本における CFO は、企業を取り巻く外部環境変化に対応するため、各々の企業が置かれた状況に応じて、徐々に日本の中で浸透してきた。CFO 導入率の推移だが、すでに CFO が導入されている会社が新規導入として一挙に計上される初年度開示影響を除くと、CFO の新規導入が突出した年はなく、毎年概ね一定数の会社で CFO が新規導入されている。この点、仮説でも説明したとおり、企業は常に外部環境変化の荒波にさらされており、これに対応

するための解決策の1つとしての CFO は毎年常に一定程度のニーズがあるものといえよう。

直近の 20 年時点では、日経 225 や JPX400 といったいわゆるエクセレントカンパニーの約 42 パーセントの会社が CFO を導入している一方で、玉石混交の東証一部を母集団とすると、約 26 パーセントの CFO 導入率に留まっている。この結果を鑑みると、CFO は特に、外国人株主比率の高さ、コーポレートガバナンス・コードの遵守により、企業経営に透明性を強く求められるような会社により多く導入されているといえる。

今後の CFO 導入率推移であるが、目下は、COVID-19 の脅威に見舞われている等、企業を取り巻く環境変化は留まることを知らない。そのため、今回の結果を鑑みれば、今後も我が国おける CFO は緩やかな直線を描きながらも確実に普及していくと考える。

次に、CFO を導入している企業は、仮説どおり、CFO に大きく本業の改善と IR の拡充を期待して導入している傾向にあることがわかった。具体的には、本業の改善の側面では、①事業の多角化や海外連結子会社の増加等により管理複雑性が高い会社であること②不採算事業からの撤退や成長分野への投資により、CFO に事業の立て直しを期待しているような会社、③M&A や IFRS 等の財務・会計の専門的知識を求める会社である。また、IR の拡充の観点では、④外圧（外国人株主比率・社外取比率）の高まりや執行と監督の分離を意図した機関設計である委員会設置会社等、ガバナンス改革が強く求められるような会社⑤事業リスクが高く株価ボラティリティが高いため、株価をコントロールする観点で IR の重要性が高い会社である。

上記特徴からもわかる通り、CFO を現段階で入れていない企業も今後、会社の成長ステージが進むにつれて、CFO の力が必要になってくる可能性が高いといえるのではないだろうか。このことを理解していると、将来、CFO が必要になった際にも社内で CFO 人材を育てる時間的余裕ができるし、仮に外部人材を登用にするにしたとしてもじっくりと人材の選定を行う余裕ができる。この点で、CFO を導入している企業の特徴を明らかにして、事前に理解しておくことは重要であると考える。

また、CFO の導入効果も統計的に有意と認められた。具体的には、ROE と

CCC が 10 パーセント水準で有意であった。いずれも企業価値向上に直接効果的に結びつく指標であり、この結果は我が国の CFO のさらなる普及にとって、良い結果となった。また、一般的な有意水準とはいえないが、15 パーセント水準で配当性向と財務レバレッジの引き上げ効果が認められた。日本の CFO は、積極的な株主還元や、伝統的に日本において財務リスクが悪化するとして敬遠されてきた借入の積極活用を行うことで、ROE、ひいては株価を上昇させようとしている可能性が高いということもわかったのも本研究の 1 つの貢献であると考える。

最後に、日本企業を取り巻く環境は日々刻々と目まぐるしいスピードで変化している。この点、本研究を行った身としては、日本企業において今後、環境変化に柔軟に対応する「有効な切り札」の1つとして CFO が多くの企業に選択され、CFO がさらに普及することを願う。

第8章　本研究の成果と研究の限界

第1節　本研究の成果

本節では、本研究の成果をまとめる。

第1に、日本で現在どれくらい CFO が普及しているのかについて定量的に示すことができた点である。本研究を行う前は、CFO がどれくらい普及しているのかということを知る術はなかったので、この点が第1の貢献である。

第2に、直近時点のみならず、08 年から継続して調査したため、どのような推移を経て現在まで CFO が普及してきたのかについても併せて示すことができた点である。継続的調査によって、日本の CFO は安定して普及してきたということを示すことができた。

第3に、CFO がどのような企業に導入されている傾向にあるのかに関する一側面を調査し、提示することができた点である。研究の結果、日本の CFO は実需に基づいて CFO を導入しているケースが多く、形式的に肩書だけ CFO として導入しているケースはそう多くないということがわかった。CFO は緩やかな直線を描きながら、過去より右肩上がりで普及してきたが、日本企業を取り巻く外部環境変化は常に変わり続けている。この変化に対応するため、今後も日本で CFO が浸透していき、ひいては「財務」ポジ

ションの地位がますます向上していく可能性を示唆することができた。

第4に、CFO の導入は、ROEやCCCといった企業価値向上に繋がる指標に対して効果があることを統計的に示唆することができた点である。これは、日本企業に対して、CFO を導入するきっかけに繋がり、僭越ながら、我が国における CFO の普及に貢献できる可能性があると考えている。

以上が、本研究の成果である。

第2節　研究の限界と今後の課題

本研究を行うにあたり、時間的制約と分析上の制約があったため、本節では、研究の限界と今後の課題について言及する。

まず、研究範囲についてである。今回の研究では、集計精度を高めるため、確認書を用いた CFO 導入情報の集計を行った。この方法は、確かに最高財務責任者の該当の有無を記載する箇所があることから、集計方法には一定の信頼性があるといえる。しかし、確認書による CFO 導入情報の集計には、開示義務が生じた 08 年以降しか情報を収集できないという集計範囲上の欠点があった。この点、冒頭に述べたとおり、日本における CFO は、96 年のソニーが最初であることから、96 年から 08 年の計 12 年間分の CFO 導入情報が拾えないことになり、便宜上、これらの期間に導入した会社は、08 年スタートとして一括計上されることになってしまった点は本研究の限界の 1 つである。

また、先述のとおり、確認書の初年度開示時点ですでに多くの会社が CFO をすでに導入していたため、CFO の導入「時点」のみを1とし、それ以外を0とする導入時点ダミーを作成し、これを従属変数として実行した CFO 導入時点分析を有効に行うことができなかった。代案として、確認書開示2年目以降を母集団として導入時点分析を行ったが、すでに多くの企業が 08 年以前に CFO を導入していることもあり効果的な分析を行うことができなかった。この点、08 年以前も信頼性をもって CFO 情報を集計できる方法について、アイディアがあれば、是非空白の 12 年間を埋めて日本の CFO 導入実態をさらに明らかにしてほしい。

他にも、CFO 導入効果の分析について、研究の後半に実施したため、時間的制約があったことは否めない。そのため、本研究では、期間推移

分析とｔ検定を用いた CFO 導入前後の平均の差の検定という簡便的な分析に留まった。この点、パフォーマンス分析について、我が国における CFO の普及をさらに推進すべく理想を言えばより精緻に行いたかったという想いがある。具体的な精緻化ポイントとしては、指標のブレークダウンと観測期間の延長、そして対象サンプル及び分析手法の4点である。

まず、指標のブレークダウンについてである。例えば、今回、CCC について有意に効果があるという結果を示したが、CCC は、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入債務回転期間により構成されている。この点、CCC をブレークダウンして今回のようなパフォーマンス分析を行うことで、具体的にどの要素に効果的だったのまで特定することができ、さらに深度ある分析を行うことができたのではないかと考える。

次に、観測期間の延長についてであるが、今回は2年という短期のパフォーマンスを測定したが、可能であれば3から5年の中期的なスパンで効果をモニタリングできれば良かったと考えている。そうすれば、改善に時間のかかるであろう営業利益率等の指標の変化が観測できたかもしれない。

そして、対象サンプルについてである。今回は純粋な CFO 新規導入を捕捉するために、観測期間2年目以降に CFO を導入した会社を母集団にした。この点、すでに何度も申し上げているとおり、観測期間 1 年目以前に CFO を導入している会社が相当数存在していたため、その影響を除いてパフォーマンス分析を行っている点に、本研究の証明力・分析力の弱さが残る。この点を解決するには、やはり、96 年から 08 年の期間について信頼性のある CFO 導入情報を集計できる方法を模索する必要がある。

最後に、分析手法についである。今回は、導入前後の母集団の差の平均に有意差があるかどうかで効果を測定したが、後続の研究者の方には、可能であれば、従属変数に ROE 等のパフォーマンス指標の増減、説明変数に CFO 導入ダミー、その他コントロール変数をとった重回帰分析を行うことで、統計的に精緻な CFO のパフォーマンスを証明して、我が国おける CFO のさらなる普及に貢献していただければ幸いである。

また、本研究を進めている中で、CFO のポジションが企業によって区々であるという点が気になった。例えば、代表取締役副社長 CFO という社内

でも上位のポジションに置かれている会社もあれば、非役員である執行役員 CFO という比較的ポジションが低い会社もあった。この点、高いポジションにいる CFO とそうでない CFO の決定要因は何なのかという点や、CFO の権限によってパフォーマンスに有意差はあるのかという新たな疑問が生まれることになった。

他にも、第 2 章の先行研究でも紹介したが、副社長ポジションのある会社は、CFO と権限がコンフリクトするケースがあるため、CFO の導入率が低いという指摘もあった。これはアメリカと同様に、日本でもいえることなのだろうかという疑問もある。

さらに、CFO が導入された後、その後交代される場面があると思われるが、その決定要因にはどのようなものがあるのか。アメリカでは、パフォーマンスが後退すると交代させられるケースが多いようだが、はたして日本の CFO についても、アメリカと同様に、結果が出ないとすぐに交代させられてしまうのだろうか。

加えて、我が国おける「財務」のポジションは、00 年前後では、ほとんどの会社が財務「部長」止まりであったが、それから 20 年を経て、どのようになったのだろうか。体感としては、財務を担当する役職は、取締役や執行役のように「役員」が増加しているように思えるが、この感覚は実際にそうなのだろうか。

今回は CFO 導入後のパフォーマンスという数値面に着目したが、どのような手法を用いてパフォーマンスの向上を実現したのかという点についても今後研究調査していければよいと考える。

このように、CFO、ひいては財務に関してまだまだ研究したいテーマが数多くあり、枚挙にいとまがない。今後、これらのテーマの研究がなされていき、我が国の CFO に関する研究が進むことで、我が国の CFO ひいては財務という役職がさらに向上することを願って、本研究の締めとしたい。

参考文献

- 安藤秀昭(2015).「CFO を目指すキャリア戦略」 中央経済社.
- 井上貴裕ほか(2004).「CFO のためのバリュエーションと企業価値創造」.
- 大塚寿昭(2019).「CFO の履歴書」 中央経済社.
- 金融庁, https://www.fsa.go.jp/common/law/kaiji/13.pdf, 「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令」の取扱いに関する留意事項について」.
- 田中茂和(1994)「日米包括経済協議の経済学」, 關西大學商學論集 39(5),381-404.
- 東京証券取引所, https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01-archives-10.html, 「投資部門別株式保有比率及び保有金額の推移(長期統計)」.
- 東京証券取引所, https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003zc0h-att/nlsgeu000003zc32.pdf, 「コーポレート・ガバナンス白書 2019」.
- 東京証券取引所, https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf, 「コーポレート・ガバナンス・コード」.
- 日本経済新聞(1995) 「揺れる板ガラス市場、輸入品攻勢が本格化――価格対応に限界、もたれ合い構造転換へ。」 1995 年 10 月 27 日 朝刊 27 頁.
- 日経産業新聞 (1996)「ガラス大手各社、マルチメディアに活路――事業構造転換図る。」1996 年4月 12 日 21 頁.
- 日経産業新聞 (1996) 「板ガラス下げ止まらず、輸入増で販売競争激化。」1996 年5月 10 日 21 頁.
- 日経金融新聞 (1996) 「連結にみる企業戦略(10)旭硝子――海外投資、回収時期に。」1996 年 7 月 31 日 17 頁.
- 日経金融新聞 (1997) 「旭硝子社長瀬谷博道氏――連結ベースで評

価を(株価を語る)」1997 年3月 21 日　17 頁.
- 日経金融新聞 (2001)「外国人向けの対策こそ」 2001 年 1 月 19 日 20 頁.
- 日経産業新聞 (2001)「統治強化　定款に反映」 2001 年 6 月 29 日 31 頁.
- 日経金融新聞 (2001)「「古い医薬品」薬価大幅下げなら…、エーザイなど3社影響大――高依存見直しへ。」 2001 年 7 月 23 日 7 頁.
- 日本経済新聞 (2001)「医薬再編高まる圧力(上)国内市場に頼れない――薬価引き下げが重荷に。」2001 年 12 月 28 日朝刊 10 頁.
- 日経産業新聞 (2002)「剣が峰に向かう製薬業界(下)重み増す海外市場――販売投資、回収にリスク。」2002 年5月 29 日 14 頁.
- 日本経済新聞 (2004)「医薬大再編(下)外資の敵対買収、警戒。」2004 年3月 14 日朝刊 11 頁.
- 花枝英樹(2013)「財務意思決定の権限委譲と投資資金配分」,現代ファイナンス 34(0), 53-82.
- 三輪　哲ほか(2014)「SPSS による応用多変量解析」 オーム社.
- 有限責任 あずさ監査法人(2012).「CFO の実務」 東洋経済新報社.
- Barbatelli(1977)「Implementing ASR 190」,Management Accounting 59(0),27.
- Dirk M. Zorn(2004)「Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm」, American Sociological Review 69(3),345-364.
- John(Xuefeng)Jiang(2010)「CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management?」, Journal of Financial Economics 96(3),513-526.
- Julie Wulf (2012)「The Flattened Firm - Not as Advertised」,California Management Review 55(1), 5-23.
- Shehzad Mian(2001)「On the choice and replacement of chief financial officers」, Journal of Financial Economics 60(1),143-175.

謝辞

本研究を進めるにあたり、指導教官でもあり主査の斎藤卓爾先生からは多大な助言を賜りました。2020 年は、コロナ禍という特別な年で、他の授業科目はオンライン授業が多い中、2 学期からは感染リスクを顧みずに対面でご指導いただいたことに感謝申し上げます。毎週行われたゼミでは、優しく熱心に、時に厳しくご指導いただき、何とかここまでたどり着くことができました。ゼミは、4 月から現在に至るまで、12 月 29 日時点で、全 33 回開催されましたが、お忙しいにもかかわらず、夏休みや年末までもゼミにお時間を割いていただきました。この 1 年、毎週のゼミの事前準備で忙殺される毎日でしたが、その分納得いくまで研究に没頭することができ、自分の中では良い研究ができたと思っております。本当にありがとうございました。

また、副査の中村洋先生や村上裕太郎先生も研究テーマの設定やプロポーザル時の面談等で貴重なアドバイスをいただき、その後も熱心にご指導いただいたことに感謝申し上げます。加えて、齋藤卓爾ゼミのゼミ生の澤英二さん、宗村慶太さん、草野洵哉さんには毎週のゼミで貴重なアドバイスを多数いただきました。皆様のおかげで、進捗が悪い時にも深刻に悩まずに、何とかここまでこれました。また、ゼミ生の皆様のゼミへのモチベーションが非常に高く、蓋を開けてみると、勉学の面では、2 年次の方が 1 年次よりも充実した 1 年だったと思います。

最後に、家族や M42 の同級生等、本研究を執筆するにあたって応援していただいた皆様に感謝申し上げます。この 1 年間本当にありがとうございました。

以　上

付録1　2項ロジスティック回帰分析　基礎統計量

	全体			CFO導入あり			CFO導入なし		
	平均値	中央値	標準誤差	平均値	中央値	標準誤差	平均値	中央値	標準誤差
サンプル数		16,224			3,946			12,278	
売上自然対数	11.41	11.32	1.55	11.78	11.76	1.81	11.29	11.21	1.44
社歴	61.69	64.00	27.88	59.77	61.00	32.80	62.31	64.00	26.07
営業利益率3年平均	6.92	5.37	6.59	7.80	5.98	7.20	6.64	5.20	6.36
研究開発費比率	1.69	0.49	2.70	1.88	0.40	3.05	1.63	0.51	2.58
設備投資増加率	31.41	3.96	105.52	29.63	1.48	101.09	31.98	4.82	106.90
特別損失比率	0.92	0.33	1.80	0.97	0.33	1.88	0.90	0.33	1.77
社債発行ダミー	0.30	0.00	0.46	0.34	0.00	0.48	0.29	0.00	0.45
借入金比率	35.94	11.70	63.13	39.82	11.78	69.20	34.69	11.66	61.00
関係会社株式取得ダミー	0.10	0.00	0.30	0.12	0.00	0.33	0.10	0.00	0.30
会計基準ダミー	0.05	0.00	0.23	0.15	0.00	0.36	0.02	0.00	0.15
報告セグメント数	3.71	4.00	1.96	4.07	4.00	2.21	3.60	3.00	1.86
外国人株主比率	15.33	12.49	13.05	19.51	16.76	16.09	13.98	11.33	11.59
連結子会社数	29.49	12.00	54.69	50.65	17.00	82.82	22.69	11.00	39.49
委員会設置ダミー	0.02	0.00	0.14	0.06	0.00	0.24	0.01	0.00	0.08
海外売上比率	18.54	0.00	25.22	22.47	0.00	28.01	17.28	0.00	24.13
トービンのQ3年平均	0.95	0.77	0.68	1.15	0.96	0.81	0.88	0.71	0.62
社外取締役比率	13.82	12.50	14.46	14.26	11.10	16.15	13.68	12.50	13.87
株価ボラティリティ3年平均	6.08	4.81	5.05	6.63	5.35	5.38	5.90	4.66	4.92
外国人株主比率×会計基準ダミー	1.59	0.00	7.49	4.71	0.00	12.70	0.59	0.00	4.26

仮説2の検証で実施した2項ロジスティック回帰分析の基礎統計量表である。左側が母集団全体、中央がCFO導入している期間、右側がCFOを導入していない期間の各変数の平均値、中央値、標準誤差を示している。

付録 2　2 項ロジスティック回帰分析（20 年単年版）

変数名	20年のみで実施
売上自然対数	0.026
社歴	-0.001
営業利益率3年平均	-0.016
研究開発費比率	0.029
設備投資増加率	-0.002 **
特別損失比率	0.063 **
社債発行ダミー	0.111
借入金比率	0.001
関係会社株式取得ダミー	0.359 ・
会計基準ダミー	0.951 ***
セグメント数	0.089 ***
外国人株主比率	0.010 ・
連結子会社数	0.003 *
委員会設置ダミー	1.282 ***
海外売上比率	0.008 **
トービンのQ3年平均	0.348 ***
社外取締役比率	0.005
株価ボラティリティ3年平均	0.042 **
定数項	-2.946
産業ダミー	Yes
R-Squared	0.221
サンプル数	1,590

[21]

パネルデータを用いて、CFO 導入期間を 1 とする 2 項ロジスティック分析を実施した場合、各種変数が有意に出やすいという分析上の特性がある。そこで、この特性を緩和するため、パネルデータではなく単年度データを用いて同様の分性を実施した。結果は、営業利益率 3 年平均や研究開発費率等で一部有意にならなかった変数は見られるが、概ねパネルデータを用いて分析した結果と同様の結果を示すことになった。

[21] 表中の数字は傾きを示す。また、***は 1 パーセント、**は 5 パーセント、*は 10 パーセント、・は 15 パーセント有意水準を示す。