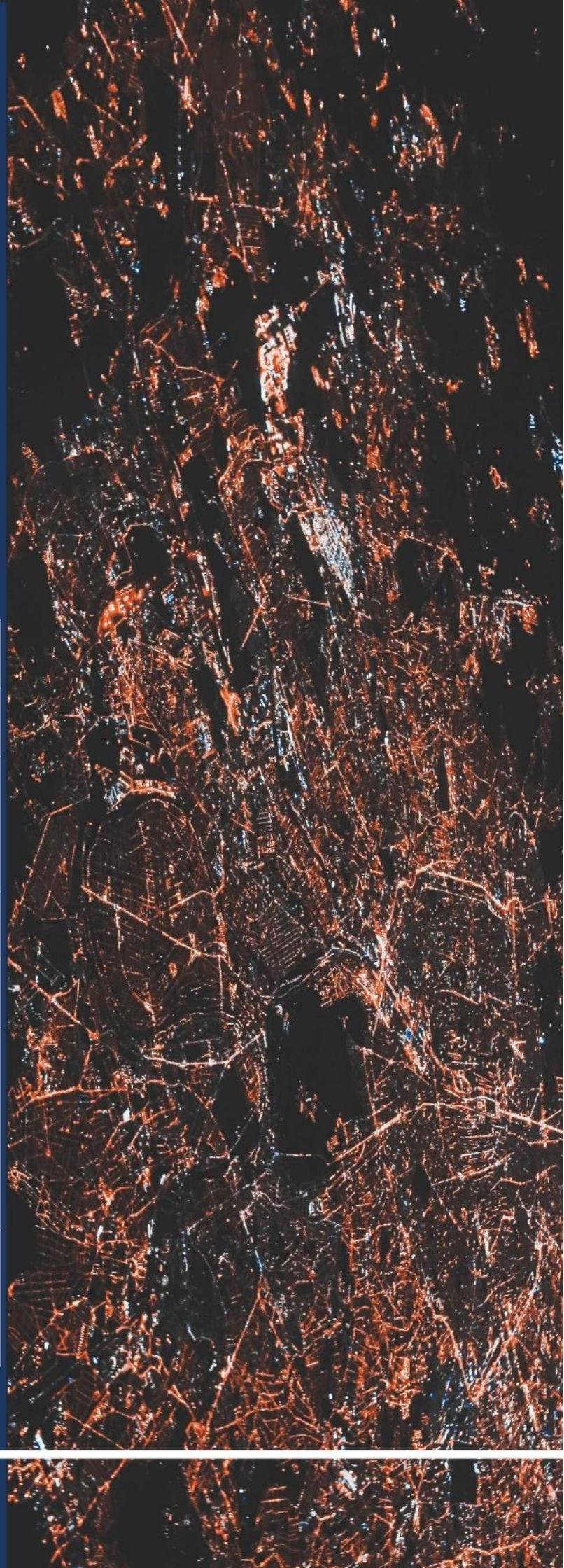


Interiority is the Mother of Innovation



応募区分	大学
チーム ID	SL901220
チーム名	湯冷めした カピバラ
学校・学年	東京大学 3 年
リーダー	板倉 陸
メンバー	巖 佳恵 原田 与慈 平間 俊行
指導教員	首藤 昭信 准教授

目次

1章 要旨	6
2章 テーマ設定の背景	6
3章 スクリーニング方法	8
4章 第1スクリーニング「内部統制」	9
4.1 スクリーニングの意義	
4.2 スクリーニング①内部統制報告書で「内部統制が有効でない」とした企業の排除	
4.3 スクリーニング②異常監査報酬	
4.4 スクリーニング③監査役の専門性	
5章 第2スクリーニング「内部情報の質」	13
5.1 スクリーニングの意義	
5.2 スクリーニング①Timeliness	
5.3 スクリーニング②Timeliness	
5.4 スクリーニング③Accuracy	
5.5 スクリーニング④Accessibility	
6章 第3スクリーニング「内部情報を活用できる経営陣」	18
6.1 スクリーニングの意義	
6.2 スクリーニング①取締役会が内部情報を積極的かつ効果的に活用する経営体制を構築していること	
6.3 スクリーニング②取締役会の各構成員が内部情報を有効に活用できること	
7章 ポートフォリオ構成比率の決定	22
8章 イノベーションの追加分析	23
9章 ポートフォリオ分析	25
10章 まとめ	26
11章 日経 STOCK リーグを通じて学んだこと	27
参考文献	27

【基礎学習(必須)】

- 1 1 私たちが日常生活の中で消費している商品は、大きく分けて（財）と（サービス）の2種類がある。
- 2 2 経済活動に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（d）
- a. 経済活動を行う主な主体には、「家計」、「企業」、「政府」がある。
 - b. 道路のように不特定多数の人々が利用する財やサービスのことを「公共財」という。
 - c. 分業が発達した社会では、自給自足の生活に比べて生産効率が高まる。
 - d. 「現金通貨」には普通預金や定期預金などの銀行口座の残高も含まれる。
- 3 3 成年年齢の引き下げに関する次の説明文のうち、正しいものは？（c）
- a. 成年年齢の18歳への引き下げは、選挙権年齢の引き下げと同時に行われた。
 - b. 法律上では、親にはもともと子供の財産を管理する権限はなかった。
 - c. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになる。
 - d. 成年年齢引き下げ後も、18歳・19歳の人に限り、いったん結んだ契約を取り消すことができる。
- 4 4 日本の高齢化率（総人口に占める65歳以上人口の割合）が30%を超えるのは、現在の推計では（2025）年頃と予測されている。
- 5 5 政府では、一人ひとりの意思や能力、個々の事情などに応じて柔軟な働き方を選択できる社会を目指す（働き方改革）を進めている。
- 6 6 外国人労働者の新しい在留資格として（特定技能）が2019年4月から設けられ、建設、介護、宿泊など国内で十分な人材確保が難しい特定の分野で、外国人材の受け入れが可能となった。
- 7 7 グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？（b）
- a. 先進国の企業が発展途上国に工場を建設した場合、途上国側にとっては雇用の創出以外にはメリットがない。
 - b. 国内にある生産拠点の海外移転により地域経済が衰退する「空洞化」の問題が懸念されている。
 - c. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。

d. 「経済連携協定（EPA）」は「自由貿易協定（FTA）」よりも規定する分野が限られる。

- 8 「持続可能な開発目標（SDGs）」の17の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3つ以内）、その主な理由を記述してください。

関連の深いSDGsの目標	その主な理由
産業と技術革新の基盤を作ろう	我々が選出した企業はイノベーションに優れており、今後の産業や技術革新に大きな影響を与えると推測されるため。
働きがいも経済成長も	多くの企業が、我々が選出した企業のように内部情報の質を重視するようになると、全体としても経済成長を呼び起こすことができるだろう。また企業内部の各構成員もやりがいをもって働けるはずだから。

- 9 GDP（国内総生産）に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（b）

- a. GDPとは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
- b. GDPとは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
- c. GDPには名目GDPと実質GDPとがあり、その違いは物価の変動分を考慮するかどうかにある。
- d. 人口減少などでGDPが減少しても、一人あたりのGDPを増加することができれば、私たちの所得を増やすことにつながる。

- 10 お金を貸し借りする「金融」の形態には、借り手が貸し手から直接お金を融通してもらう株式や債券などの（**直接金融**）と、銀行などの金融機関が仲介して貸し手と借り手を間接的に結びつける（**間接金融**）がある。

- 11 日本銀行が金融政策を行う目的は、（**物価の安定**）を図り、（**金融システムの安定**）に貢献することにある。

- 12 株式を所有することで得られる金銭的な利益としては、インカムゲインと呼ばれる（**配当金**）と、キャピタルゲインと呼ばれる（**売却益**）がある。

- 13 株式を購入することは、その企業を資金面で応援することであり、株式投資は（**社会参加**）の一つの方法といえる。

- 14 投資のリスクに関する次の説明文のうち、正しいものは？（ d ）
- a. 銀行預金などの安全性の高い金融商品は、一般に株式投資に比べて収益性が高い。
 - b. 株式をはじめとする金融商品のリスクとしては、価格変動、金利変動、信用リスクなどの国内的な要因だけを考慮しておけばよい。
 - c. 安全性が高く収益性の高いローリスク・ハイリターンの金融商品を勧められたら、無理をしてでも購入しておく方がよい。
 - d. 投資に関わるリスクを減らす方法には、投資先を分散させることや、時間を分散して投資することなどがある。

1章 要旨

本レポートでは、内部情報の質が高い企業を評価し、選定を行なう。内部情報の質が高い企業とは、企業内部で情報が従業員から経営陣まで適切に伝達される環境が整っており、内部情報が正確かつ迅速に伝達され、内部情報を経営判断に適切に反映している企業である。そのような企業は、企業の価値向上に不可欠なイノベーションを生み出す可能性が高く、有益な投資戦略となることが期待される。

スクリーニングにあたっては、まず、内部情報を適切に伝達する環境、つまり内部統制が整っている企業を選定した。次に、timeliness, accuracy, accessibility という3つの観点で内部情報の質を測定し、内部情報の質が総合的に高い企業を選定した。最後に、質の高い内部情報を経営判断に効率よく反映している企業を選定した。

2章 テーマ設定の背景

IoTやビッグデータ、AIなどが広く普及し、第四次産業革命とも位置付けられる現代において、企業を取り巻く環境は大きく変化している。著しい環境の変化の中で企業が企業価値を向上させるためには、長期的に競争力を高めることが欠かせない。そして、新たな付加価値の創出、その中でもイノベーションを起こす力は企業の競争力を大きく左右するものである。イノベーションは経済的にとても重要な活動であり、企業は新しい製品やサービスを開発したり、企業の運用効率を上げたりすることで、パフォーマンスを向上させようとしている。そして、イノベーションを通じた更なる企業価値の向上を図っている。

このように、企業が長期的な競争優位性を獲得するためにはイノベーションは不可欠である一方で、イノベーションは結果が予測不可能、かつ失敗の可能性が高い長期にわたる複雑なタスクであるため、企業はイノベーションへの投資に一般的に消極的でもある(Holmstrom,1989)。

では、企業がイノベーションなどを通じて企業価値の向上を成功させるに当たって、直面する課題は何だろうか。Huang, Lao, & McPhee (2019)によると、それは、内部資本を結果が不確実なプロジェクトに効果的に配分することと、複雑な共同作業を行う様々な部門の従業員間で調整を図ることの2点である。そして、これらの課題は、企業経営者と従業員の間の垂直方向及び水平方向の両方の内部情報の非対称性によって悪化する可能性が高い。水平方向の情報の非対称性は、上級管理職間の様々なレベルにおけるものであり、企業内の資本配分の決定に関連した不確実性を高める。また、垂直方向の情報の非対称性は、従業員の

離職やそれによる情報伝達の中断が生じやすいため、チームメンバーの問題解決や相乗効果を妨げ、企業の付加価値の創出に悪影響を及ぼすものである。従って、企業が長期的に競争優位性を獲得するためには、企業内部における適切な資本配分や従業員間の調整によって企業の意思決定とタスクパフォーマンスを向上させることが極めて重要である。

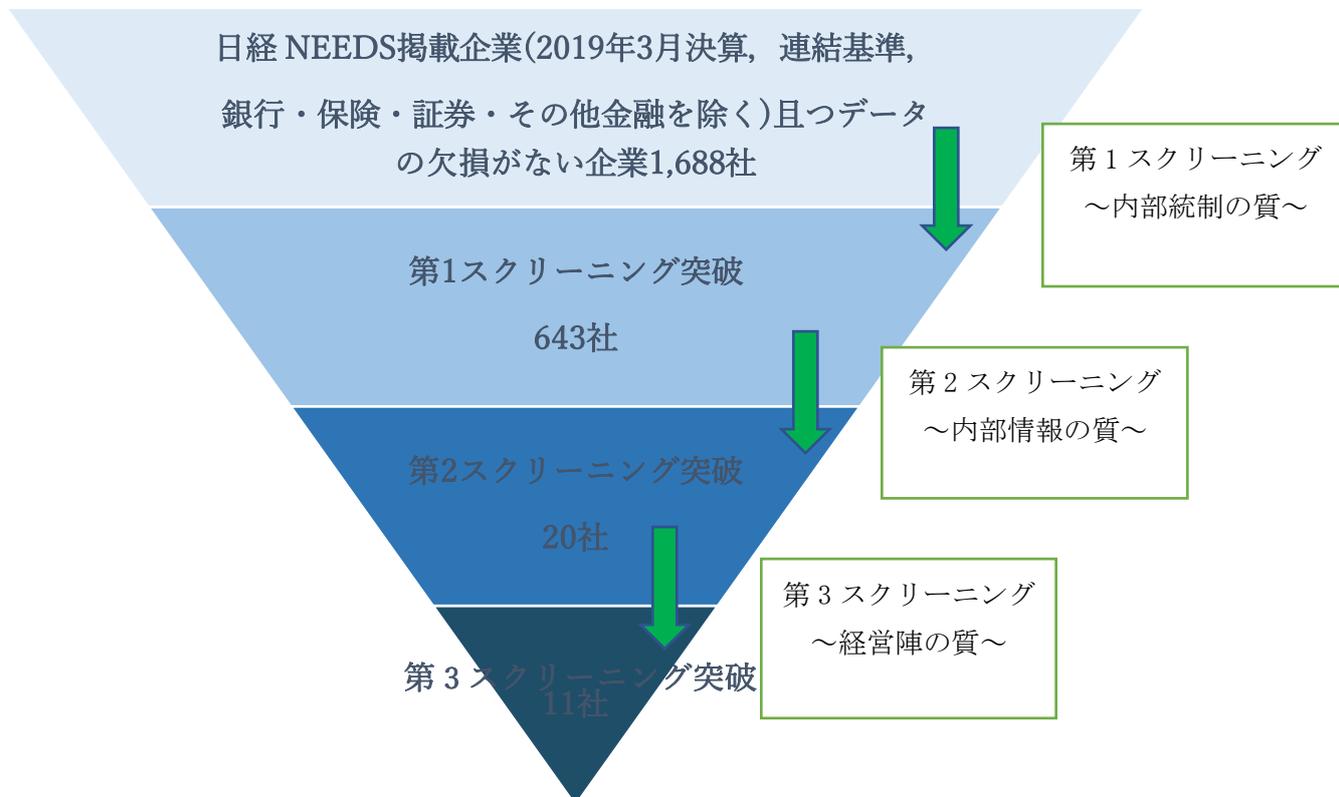
企業は内部において多岐にわたる膨大な量の情報を有しており、それを適切に取り扱い、処理する必要があるが、企業が長期的な競争優位性を獲得する上で、大きな鍵になるのが企業内部の「情報」なのである。企業の意思決定とタスクパフォーマンスの向上は、企業の中で情報がどれだけ正確に迅速に共有されているのか、すなわち、内部情報の質に依存するとと言える。

Huang, Lao, & McPhee (2019) によると、内部情報の質が高ければ、企業内部の情報の非対称性が抑制され、資本配分の不確実性が減少し、従業員間の調整を阻害するような情報交換の齟齬が抑えられる。その結果、内部情報の質が高い企業ほど、特許と特許引用の数が多く、イノベーションを成功させている。

内部情報の質は抽象的な概念であり、外部からの観察は難しいと思われるかもしれない。また、投資家は通常、企業が外部に開示する情報を考慮して投資判断を行うものである。しかし、内部情報の質は、企業価値向上の要因となる様々な要素全般に影響を与える極めて重要なものであり、その点で外部情報とは大きく異なる意味合いを有する。従って、内部情報の質は、外部情報からは明らかにならない企業の強みを示しているといえる。だからこそ、我々は企業の持つ「情報」を外側からではなく、内側から着目することで、企業が内側に秘める競争力やイノベーションを起こす力に光を当てたいのだ。

そこで、我々は内部情報の質が高く、イノベーションなどを通じた企業価値の向上を図っている企業を選定する。

3章 スクリーニング方法



(図表 1)

我々の目標は、内部情報の質が高く、それが企業価値の向上につながっている企業を選定することである。そのために3つのスクリーニングを実施した。

第1スクリーニングでは、内部統制に着目する。内部情報が企業内で従業員から管理職、経営陣まで迅速かつ正確に伝達されるには、まず企業内部の内部統制が整っている必要がある。そのため、内部統制報告書において内部統制に不備があり有効でないとした企業の排除、監査報酬が適正水準でない企業の排除、監査役に公認会計士・税理士が属している企業の選定を行なった。この3つを通じて、内部統制の質が高い企業を第2スクリーニングに進めることとした。この段階で、日経 NEEDS 収録企業(2019年3月決算、連結基準、銀行・保険・証券・その他金融を除く)であり、データの欠損がない企業1,688社から643社を選定した。

第2スクリーニングでは、我々の主要な関心である内部情報の質の高さに着目する。これは、Huang, Lao, & McPhee(2019)を参考に、timeliness(決算所要日数、決算短信の修正再表示の有無)、accuracy(経常利益予想絶対誤差)、accessibility(セグメント情報の質)という3つの

観点で合計4つのスクリーニングを行なった。この段階で、内部統制の質が高い企業643社から、内部情報の質も高い企業20社を選定した。

第3スクリーニングでは、高い質の内部情報を適切に利用し、経営判断を通じて企業価値を高めている企業を選定する。具体的には2つの観点でスクリーニングを行なう。1つ目は、取締役会が内部情報を積極的かつ効果的に活用する経営体制を構築していることについてである。これは、取締役の人数、社外取締役の比率で分析を行なった。2つ目は、取締役会の各構成員が内部情報を有効に活用できることについてである。これは、代表取締役の在任期間、取締役会の中の有資格者(公認会計士・税理士)数、社外取締役の兼任率で分析を行なった。

最終的に、11社を選定するという結果となった。

4章 第1スクリーニング「内部統制」

4.1 スクリーニングの意義

日本の内部統制に関する規定は、金融商品取引法に定められている。内部統制には6つの基本的要素がある。すなわち①統制環境、②リスクの評価と対応、③統制活動、④情報と伝達、⑤モニタリング、および⑥ITへの対応である。このうち、4つ目の情報と伝達において、金融庁の「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準のあり方について」では、以下のよう
に定義している。

「情報と伝達とは、必要な情報が識別、把握及び処理され、組織内外及び関係者相互に正しく伝えられることを確保することをいう」。

組織内部で情報が正しく伝えられることは、内部情報の質が高いと我々の着眼点と一致する。言い換えれば、内部統制が適切に整備されていることは、組織内の情報伝達の精度を高めることを意味し、内部情報の質を高める基本的要件となるのである。従って、まず内部統制の整備が進んでいる企業を選定することで、内部情報の質が高い企業の候補を絞り込むことが出来ると考えた。

4.2 スクリーニング①内部統制報告書で「内部統制が有効でない」とした

企業の除外

まず、内部統制報告書において、開示すべき重大な不備があり、内部統制が有効でないと表明した企業を投資対象から除外する。前述の通り、内部統制は我々の最も注目する内部情報に大きな影響を与える。そこで、まずは内部統制に不備があると公表した企業は投資対象から排除するのが妥当と考えられる。

内部統制の不備としては整備上の不備と運用の不備の二つが挙げられるが、どちらの場合であっても、除外する。いずれの場合でも、内部情報の利用に関して重大な影響があると考えられるからだ。

総合企業情報データベース eol を用いて、2019 年 3 月決算企業の中で、内部統制に不備があった企業を検索した。具体的には、「内部統制 AND 有効でない AND 不備がある」と検索をかけ、そこで結果として出ていた 12 社を排除することとした。その 12 社は以下の図表 2 の通りである。

証券コード	企業名	上場市場区分
5781	東邦金属(株)	東証 2 部
1515	日鉄鉱業(株)	東証 1 部
6706	電気興業(株)	東証 1 部
1448	(株)スペースバリューホールディングス	東証 1 部
2158	(株)FRONTEO	東証マザーズ
3803	イメージ情報開発(株)	JASDAQ グロース
5121	藤倉ゴム工業(株)	東証 1 部
8132	シナネンホールディングス(株)	東証 1 部
7769	リズム時計工業(株)	東証 1 部
8089	すてきナイスグループ(株)	東証 1 部
7519	五洋インテックス(株)	JASDAQ スタンダード
5103	昭和ホールディングス(株)	東証 2 部

(図表 2)

結果、当初のサンプル企業であった日経 NEEDS 掲載企業(2019 年 3 月決算、連結基準、銀行・保険・証券・その他金融を除く)かつデータの欠損がない企業 1,688 社から 12 社を排除し、1,676 社を次のスクリーニングへ進めた。

4.3 スクリーニング②異常監査報酬

胡(2014)は、監査リスク・アプローチのもとでは、監査人は監査計画を策定し、それに基づいて財務諸表の監査を実施するが、統制リスクをはじめとする監査クライアントのリスクが高いと評価した場合に、より多くの監査労力を費やすことが求められるとした。従って、監査クライアントの内部統制の質が低ければ、財務諸表の監査報酬が増大する可能性があると予想した。

また、Hoitash, Hoitash, & Bedard(2008)によると、監査人は、投資分配の効率性を保つために、リスク調整を用いて、虚偽リスクに対して十分な労力を費やす。さらに、より大きな労力を費やすことによる高いコストは被監査企業に転嫁され、その結果として、内部統制リスクのある企業では監査報酬が上昇するとした。つまり、監査報酬が異常に高い企業は、統制リスクの高まり(内部統制の不備)を原因として高報酬になっていると判断できる。

また、藤原(2011)によると、監査人は、低い監査報酬を受け取れば監査の質の維持が難しくなる。監査の質が低くなれば、その分内部統制の監査も質が低下する危険性がある。結果、異常に低い監査報酬しか支払わない企業は内部統制に不備が生まれる可能性が高まると考えられる。

以上より、矢澤(2011)を参考に、以下の回帰式から異常に高いもしくは低い監査報酬を支払っている企業を選定する。異常に高いもしくは低い監査報酬は、内部統制の不備を表すため、そのような企業を除外する。具体的には、監査報酬の予測値から実際の監査報酬を引いた差が大きい順に企業を並べ、上位 25%と下位 25%を排除した。

$$AFEE = \alpha + \beta_1 ASSET_i + \beta_2 CONSLD_i + \beta_3 LIQ_i + \beta_4 DA_i + \beta_5 GROWTH_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 LOSS_i + \beta_8 LIAB_i + \beta_9 EXDEBT_i + \beta_{10} LIQRATIO_i + \beta_{11} BIG4_i + \beta_{12} EXPTZ_i + \beta_{13} NONAFEE_i + \beta_{14} BM_i + \beta_{15} SEC_i + \beta_{16} LAG_i + \beta_{17} KYODO_i + iD + \varepsilon$$

各変数の定義は、次ページの図表 3 の通りである。

	変数	変数名	定義
<i>dependant variable</i>			
監査報酬	監査報酬	AFEE	In(監査報酬)
<i>client attitudes</i>			
規模	総資産	ASSET	In(総資産)
複雑性	子会社数	CONSLD	In(子会社数)
固有リスク	流動資産	LIQ	流動資産/総資産
	裁量的会計発生高	DA	修正ジョーンズモデルによる 裁量的会計発生高
	売上高成長性	GROWTH	売上高/売上高 t-1
収益性	総資産事業利益率	ROA	営業利益/売上高
	損失ダミー	LOSS	損失があれば1, それ以外は0
レバレッジ	負債	LIAB	負債/総資産
	債務超過	EXDEPT	債務超過があれば1, それ以外は0
	流動比率	LIQRATIO	流動資産/流動負債
<i>audit quality</i>			
監査の質	大手監査人	BIG4	BIG4 であれば1, それ以外は0
	専門性	EXPTZ	クライアント数ベースでの市場シェアが1位ならば1, それ以外は0
	非監査業務	NONAFEE	非監査業務を提供していれば1, それ以外は0
<i>others</i>			
その他	純資産簿価時価比率	BM	株価/BPS
	SEC 基準	SEC	SEC であれば1, それ以外は0
	発表ラグ	RAG	In(決算日から発表日の日数)
	共同監査	KYODO	共同監査であれば1, それ以外は0
	産業ダミー	iD	日経業種中区分

(図表 3)

データのうち、監査報酬 (*AFEE*) と大手監査人 (*BIG4*)、専門性 (*EXPTZ*)、非監査業務 (*NONAFEE*)、共同監査 (*KYODO*) の 5 つは、日経 NEEDS の監査法人・監査意見データベース

スより収集した。それ以外のものは全て日経 Financial Quest より収集した。

分析を行なった結果、1,676 社から、838 社を次のスクリーニングへ進めることとした。

4.4 スクリーニング③監査役の専門性

Zhang, Zhou, & Zhou (2007)によると、企業の監査役会内に(監査役等委員会, 指名委員会設置会社においては監査委員に)会計の専門家がいるか否かが内部統制の強弱を決める。

加えて, Carcello, & Neal(2000)によると, 監査役会は財務報告や企業の説明能力を保證するモニタリング機能において重要な役割を果たす。

また, Zhang, Zhou, & Zhou (2007)はそれに加えて, ガバナンス機能においても重要な役割を果たすとした。というのも, 監査役会のメンバーは直面する潜在的な訴訟リスクやレピュテーションリスクを考えた結果, 監査役会において, ガバナンス機能をきちんと発揮しようとするからである。従って, 高い質の監査役会を持つ企業は内部統制の不備を持つ可能性が低いと結論付けることができる。

Zhang, Zhou, & Zhou(2007)は, 監査役会の質の変数として, 監査役会の中の会計の専門家の人数に着目した。また, Krishnan(2005)は, 会計の専門家がいる監査役会を有する企業は, 内部統制に関する問題を持つ可能性がより低くなるということを示した。以上を踏まえて, 我々も, 企業の監査役会内部のメンバーに公認会計士・税理士がいるか否かに着目してスクリーニングを行う。

具体的には, 東洋経済新報社の発行する役員四季報 2020 年版を用いて, 838 社の監査役の人数とその内の公認会計士・税理士の人数を手作業で集める。その後, 監査役の人数が全体平均 3.57 人以上且つ公認会計士・税理士が 1 人以上いる企業のみを第 2 スクリーニングに進めることにした。その企業は, 643 社であった。

5 章 第 2 スクリーニング「内部情報の質」

5.1 スクリーニングの意義

内部情報は従業員一人一人が有する。その内部情報が, 部長クラスの従業員に伝達され, 経営陣に伝えられる。その過程で, 内部情報にどれだけアクセスできるか, そして内部情報

がどれだけ正確に、かつ迅速に伝達されるかを分析する。

内部情報の質に関するスクリーニングのフレームワークは、Huang, Lao, & McPhee(2019)を参考に、①**TIMELINESS**, ②**ACCURACY**, および③**ACCESSIBILITY** という3つの観点を設定した。彼らは、内部情報の質を会社内で共有される情報の即時性と正確性の程度と定義した。我々も同様にこの3つの観点から、内部情報の質を測定する。

5.2 スクリーニング①**TIMELINESS**(決算所要日数)

Jennings, Seo, & Tanlu(2014)によると、より高い質の内部情報システムは、異なる情報源からの内部情報の収集をより素早くする。また、Huang, Lao, & McPhee(2019)は、企業内部の管理会計に関して、企業的意思決定に関する情報の即時性は、先行研究においても重要性が強調されているとした。

以上より、内部情報の即時性は、特に企業の管理会計や意思決定に関する部分において重要であり、内部情報の質の代理変数として適切であると考えられる。

Gallemore, & Labro(2013)によると、より質の高い内部情報伝達システムを構築している企業は、異なる情報源から迅速に内部情報を収集し、決算発表を素早く行う。つまり、会計情報の集約が素早く進み、結果として企業の決算期末から決算発表日までの日数は短くなる。そこで、Huang, Lao, & McPhee(2019)は、Jennings, Seo, & Tanlu(2014)に依拠して、決算期末日から毎年の収益発表の日までの日数を即時性の代理変数として利用した。日本においては、記虎(2017)によると、実務上、決算発表は、毎月末や毎週末などといった特定の日に集中する傾向がある。そこで、記虎(2017)は以下の図表4のように、企業の通期決算所要日数に応じて点数付けを行っていた。

通期決算所要日数	点数
30日(決算期末が月末である場合は翌月)以内	4点
30日(決算期末が月末である場合は翌月)超~45日(45日目が休日である場合は翌営業日)以内	3点
45日(45日目が休日である場合は翌営業日)超~50日(50日目が休日である場合は翌営業日)以内	2点
50日(50日目が休日である場合は翌営業日)超	1点

(図表4)

このように、日数差が少ない日本の通期決算所要日数は、そのまま日数を使うのではなく、日数に応じて4~1点と点数をつける形が妥当である。

今回は、4点の企業83社を次のスクリーニングへ進めることにした。

5.3 スクリーニング②TIMELINESS(決算短信の修正再表示)

取引所によって45日以内の提出が望ましいとされている決算速報を決算短信という。そして、決算短信はこの短い期限により、社内での財務報告がなされた直後、つまり監査手続きなどが終了する前に開示が求められることとなる。そのため、Muramiya, & Takada(2010)によると、決算短信はこの性質により、内部情報の集約および伝達の不正確さの影響を受けやすいという特徴を持っている。

正確な内部情報が迅速に伝達される組織であれば不備のない決算短信の開示が行われるはずである。一方で、伝達に時間がかかる組織であった場合、期限に間に合わず誤った決算短信を開示してしまう可能性がある。つまり、決算短信において後日、修正が行われていない企業は、内部情報の伝達において即時性が担保されていると推定できる。

よって、決算短信開示後にそれに関する訂正報告書を提出しているか否かを、内部情報の即時性に関するスクリーニングとして採用する。訂正報告書とは、金融商品取引法において、有価証券報告書などに記載すべき重要な事項の変更があった場合、訂正が必要であれば提出しなくてはならないとされている書類である。そのため、決算短信に関する訂正報告書を後日提出している企業は、誤った決算短信を開示してしまったということなので、内部情報の即時性に問題があると判断できる。

具体的には、決算短信に関する訂正報告書の有無で判断する。各企業の適時開示情報から過去2年の訂正報告書を探し、決算短信に関して訂正報告書を開示した企業8社をスクリーニングから排除する。その結果、75社を次のスクリーニングに進める。

5.4 スクリーニング③ACCURACY(経常利益予想絶対誤差)

内部情報の即時性と同じく、その正確性も、内部情報の質を判断する際に外せない要素といえよう。Huang, Lao, & McPhee(2019)は社内の意思決定において、用いる内部情報が正確であることの重要性を述べている。このように、企業内部の情報共有の正確性は、我々が着目する内部情報の質と大いに関係していると考えられるため、内部情報の質を図る代理変数として、内部情報の正確性に注目する。

Verrecchia(1990)によると、経営者が受け取る内部情報の質が高まるほど、より自主的な利益予想の開示が進む。同様に、Dorantes, Li, Peters, & Richardson(2013)によると、経営者は、精度の低い利益予想を公表することで市場から受けるペナルティを考えるため、精度の低

い利益予想しかできない場合は予想の開示をためらう。従って、Feng, Li, & McVay(2009)は、質の低い内部情報にしかアクセスできない経営者は、業績予想を公表することを嫌がるようになり、精度の低い予想を公表することが多くなると結論付けた。

そして、Jennings, Stoumbos, & Tanlu(2012)は、正確な業績予想を提供するために、経営者は質の高い内部情報を手に入れる必要があるとし、Cassar, & Gibson(2008)も、内部情報の質と、経営者の利益予想の正確性には正の相関があることを報告している。

同様に、Gallemore, & Labro(2013)も、内部情報の質が高い企業は精度の高い利益予想を開示するはずであり、逆に内部情報の質が低い企業は精度の低い利益予想しか開示できないと結論付けた。実際に、Huang, Lao, & McPhee(2019)は、企業内部でどれだけ正確な情報が共有されているかは、会社の利益予想の精度を測定することで分析できるとし、Dorantes, Li, Peters, & Richardson(2013)を参考に利益予想の正確性を測定していた。具体的には、過去3年間の予想EPSと実際のEPSの差の絶対値を1年前の株価で割って-1をかけていた。

以上のような先行研究を踏まえると、利益(業績)予想の精度を内部情報の質の代理変数として利用することに意味があると結論付けられる。

ここで、我々は、経常利益を用いて、利益予想の精度を測定する。経常利益を見ることで、事業そのものの収益力を測ることが出来るため、予想できない特別な損失などの影響を受けず、利益予想の精度を測る上で整合性が高いと考えたからである。

$$\text{経常利益予想絶対差} = |\text{t期の経常利益予想値} - \text{t期の経常利益実績値}|$$

2019年3月期の企業の予想経常利益と実際の経常利益の絶対差を取った。なお、経常利益の予想値と実績値のデータは、日経 Financial Quest から収集した。絶対差の平均が14億2978万円であったため、75社の中から絶対差が平均以下の企業70社を次のスクリーニングに進めることとした。その際、絶対差が小さい順に企業を並べて点数付けした。具体的には、以下の図表5の通りである。

経常利益予想絶対差	点数
25%以下	4点
25%～50%	3点
50%～75%	2点
75%以上	1点

(図表5)

5.5 スクリーニング④ACCESSIBILITY(セグメント情報の質)

セグメント情報は、企業が複数の事業を複数のグループにまとめ、グループ別に経営情報を開示するものである。セグメント情報の開示方針は、財務諸表を産業別・事業別にセグメントとして開示するインダストリー・アプローチなど複数ある。しかし、企業の最高経営意思決定機関が、経営上の意思決定や業績評価をするために使用する情報を基礎としてセグメント情報を開示しなければならないというマネジメント・アプローチを基準として考えると、セグメント情報の質が経営者の内部情報への *accessibility* を表していると考えられる。そこで、André, Fillip, & Moldovan(2016)を参考に、セグメント情報の質の分析を行う。以下、その詳細である。

$$ROA_{s,i} = \text{OperatingProfit}_{s,i} / \text{Assets}_{s,i}$$

$$AdjROA_{s,i} = (ROA_{s,i} - \text{Industry}ROA_s) \times \frac{\text{Assets}_{s,i}}{\text{TotalAssets}_i}$$

$$SRQI_i = \text{Log}(2 + \max AdjROA_{s,i} - \min AdjROA_{s,i})$$

企業*i*におけるセグメント*s*のROAを、 $ROA_{s,i}$ と定義する。 $\text{Industry}ROA_s$ は、セグメント*s*の属する産業(例:耐久消費財, 石油・ガス)の平均ROAを示す。 $SRQI_i$ はセグメント情報の質とする。

なお、データは全て日経 Financial Quest から収集した。このように求められたセグメント情報の質 $SRQI_i$ が大きい順に企業を並べ、4分割して点数を付けた。具体的には、以下の図表6の通りである。

セグメント情報の質 $SRQI_i$	点数
25%以上	4点
25%~50%	3点
50%~75%	2点
75%以下	1点

(図表6)

セグメント情報の質が高い、上位20社を次の第3スクリーニングに進めることとした。

6章 第3スクリーニング「内部情報を活用できる経営陣」

6.1 スクリーニングの意義

内部情報の活用が企業に与える影響を観察するにあたって、取締役会の分析は外すことができない要素である。企業が取締役会の決定に従って運営されている以上、いかなる内部情報も取締役会の意思決定に資して初めて意味を持つからである。

よって、これまで分析した内部情報が役に立つためには

- (1) 取締役会が内部情報を積極的かつ効果的に活用する経営体制を構築していること
- (2) 取締役会の各構成員が内部情報を有効に活用できること

が必要であると考えらる。

6.2 スクリーニング①.取締役会が内部情報を積極的かつ効果的に活用する経営体制を構築していること

いかに有益な内部情報が取締役会に提供されようとも、それを参考にせず意思決定をする企業体制では意味がない。企業利益のために、内部情報を取締役会等で積極的かつ効果的に議論する姿勢・体制が必要なのである。ここで、取締役の体制を以下の点で評価する。

- (1) 取締役の人数
- (2) 社外取締役の占める割合

6.2.1 取締役の人数

Jensen(1993)は、取締役の規模が企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与えることを示している。具体的には、取締役の人数が少ない場合、モニタリングやアドバイスなどの取締役の機能が効率的に働くのに対し、取締役の人数が多くなると有効に機能しなくなり、

逆に最高経営責任者（CEO）等によって取締役会の意見の支配が行われてしまうと述べている。また、日本においても、鈴木・胥(2000)が、取締役会の人数が多すぎると取締役会が機能しなくなることを指摘している。

このように小規模な取締役会は各取締役のフリーライダー問題を解決し、円滑なコミュニケーションや効率的な意思決定を可能とするため、より積極的かつ効果的な内部情報の利用が可能となる。よって取締役の人数で評価を行った。具体的には、以下の図表7の通りに点数を付けた。

取締役の人数	点数
5～6人	4点
7～8人	3点
9～10人	2点
11～15人	1点

(図表7)

6.2.2 社外取締役の占める割合

社外取締役は内部取締役とは異なり、経営者から独立しているため、経営者の顔色を窺うことなく率直な意見が言える(Tsumuraya, 2014)。また、生え抜き経営者が多い日本企業においては、企業外部からの意見は貴重である。よって、社外取締役が取締役に占める割合が高いほど、より多様かつ批判的な議論が取締役会で可能となる。従って、効果的な内部情報の利用が可能となるだろう。

ここでは、社外取締役の人数を取締役の人数で除した数が大きい順に、企業に対して点数をつけ評価を行った。具体的には、以下の図表8の通りに点数を付けた。

(社外取締役の人数)/(取締役の合計人数)	点数
25%以上	4点
25%～50%	3点
50%～75%	2点
75%以下	1点

(図表8)

6.3 スクリーニング②取締役会の各構成員が内部情報を有効に活用できる こと

現代では企業の大規模化が進展しており、組織の内部構造や内部情報も複雑化している。提示される内部情報を把握し、企業経営に生かすためには取締役会の構成員、つまり社内取締役・社外取締役の資質及びコミットメントが必要である。

ここで、取締役会の構成員を以下の点で評価する。

- (1) 経営者の在任期間
- (2) 取締役の専門性
- (3) 社外取締役の忙しさ

6.3.1 経営者の在任期間

企業の内部情報の利用は、経営者の在任期間と密接に関わっている。

Gibbons, & Murphy(1992)は、経営者が経営判断を行う際に必要とする知識は、下位の役職が必要とする知識と大きく異なるため、新任経営者は社内の経営資源に関する知識が乏しいと述べている。よって在任期間が少ない経営者は重要な経営資源である内部情報の利用に関する能力が低いと推測される。

一方、在任期間が長すぎることも内部情報の利用に悪影響を及ぼす。Brochet, Limbach, Schmid, & Scholz-Daneshgari(2019)は、経営者の在任期間の長期化はエンブレチメント効果を生じさせるため経営者が内部情報の利用に消極的になると述べている。

具体的には、在任期間が長い経営者は、人事権を行使してきた結果、取締役会の構成に関して大きな影響力を持っているため、取締役会の決定を左右することが出来る(Goyal, & Park, 2002)。さらに、他の取締役によるモニタリングが低下し、例えば業績予想の正確性が低下したとしても解任等が行われることが少なくなる(Lee, Matsunaga, & Park, 2012)。このようにして、経営者が内部情報を収集して活用するインセンティブが少なくなるのである。

よって、経営者の在任期間でスクリーニングをかける。具体的には、経営者の在任期間の上位25%と下位25%の企業に1点、中位50%の企業に2点を与えることで、在任期間が特に長い企業と短い企業に対して低い点数を与えた。次ページの図表9の通りである。

経営者の在任期間	点数
上位 25%(4～16 年)	1 点
中位 50%(2～3 年)	2 点
下位 25%(0～1 年)	1 点

(図表 9)

6.3.2 取締役の専門性

内部情報、特に財務情報を通じた企業状況の把握を行うために、会計や税務知識への精通は重要である。そこで、会計や税務の専門的能力を有する公認会計士・税理士は、経営判断において重要な存在である。

よって、企業内部に公認会計士・税理士といった会計の専門家が所属している場合、アドバイザーとしての役割を期待でき(Sako, & Kubo,2019)、内部情報の理解や利用に関して優位性が確保できる。

そこで、企業の取締役に含まれている公認会計士・税理士の人数を調べることで、内部情報を判断する取締役会の専門性を評価する。具体的には、以下の図表 10 のような点数付けを行なう。

取締役会内の公認会計士・税理士の人数	点数
1 人	4 点
0 人	1 点

(図表 10)

6.3.3 取締役の忙しさ

会社間における取締役の相互兼任は、取締役に常勤が要求されていない会社経営の現状では稀ではない。しかし、Ferris, Jagannathan, & Pritchard (2013)によれば、複数の企業を兼任している社外取締役または取締役は多忙であるがゆえに、企業へのコミットメントが低くなり、有効なモニタリング機能を発揮できないとしている。

取締役としてのコミットメントの低下は、社内取締役であれば内部情報の利用能力、社外取締役であればアドバイス機能の低下につながるため、取締役会としての内部情報の利用力の低下にも関わる。

そこで、取締役の兼任している人数で評価を行う。取締役の兼任人数で点数をつけ評価を行った。具体的には、次ページの図表 11 の通りである。

兼任人数	点数
0人	4点
1人	3点
2人	2点
3人	1点

(図表 11)

なお、第3スクリーニングで用いたデータはすべて役員四季報 2020年版から手作業で入手した。それぞれの点数を合計し、合計点数の高い11社を購入銘柄とした。

7章 ポートフォリオ構成比率の決定

第3スクリーニングを通過した11社は以下の図表12の通りである。

証券コード	企業名	上場市場区分
4838	スペースシャワーネットワーク	東証 JASDAQ
4062	イビデン	東証 1部
9014	新京成電鉄	東証 1部
4345	シーティーエス	東証 1部
9368	キムラユニティー	東証 1部
3738	ティーガイア	東証 1部
6823	リオン	東証 1部
7862	トッパン・フォームズ	東証 1部
2114	フジ日本精糖	東証 2部
6945	富士通フロンテック	東証 2部
2760	東京エレクトロン デバイス	東証 1部

(図表 12)

この11社において、5章と6章のスクリーニングで付けた点数をそれぞれ合計する。その際、5章、すなわち内部情報に着目した第2スクリーニングは我々の主要な関心であるため、得点は1.5倍して足し合わせることにした。その結果が、次ページの図表13である。

企業名	第2 合計得点×1.5	第3 合計得点	総得点
スペースシャワーネットワーク	18	14	32
イビデン	16.5	14	30.5
新京成電鉄	16.5	14	30.5
シーティーエス	15	13	28
キムラユニティー	15	13	28
ティーガイア	15	13	28
リオン	16.5	10	26.5
トッパン・フォームズ	13.5	13	26.5
フジ日本精糖	15	11	26
富士通フロンテック	15	11	26
東京エレクトロン デバイス	15	11	26

(図表 13)

総合計得点から、それぞれの企業の購入割合を決定し、構成比率と金額を示したものが、以下の図表 14 となる。

証券コード	企業名	保有比率	購入金額
4838	スペースシャワーネットワーク	9.74%	485,865 円
4062	イビデン	9.28%	452,375 円
9014	新京成電鉄	9.28%	458,098 円
4345	シーティーエス	8.52%	421,308 円
9368	キムラユニティー	8.52%	422,400 円
3738	ティーガイア	8.52%	418,720 円
6823	リオン	8.06%	413,108 円
7862	トッパン・フォームズ	8.06%	402,615 円
2114	フジ日本精糖	7.91%	388,926 円
6945	富士通フロンテック	7.91%	404,382 円
2760	東京エレクトロン デバイス	7.91%	393,925 円

(図表 14)

8 章 イノベーションの追加分析

要旨にあるように、内部情報の質が高い企業は、企業の価値向上に不可欠なイノ

バージョンを生み出す可能性が高い。さらに本論文では、高い内部情報の質がイノベーションにつながっているかを検証するために、選出企業が実際にイノベーションに長けているかを確認する。

具体的には、選出企業 11 社と同一の業種(日経業種中分類を利用)の企業の中で最も近い総資産を保有している企業を一社ずつ、比較群として選び、両群の直近 4 年間(2016~2019)の特許数の平均値を比較する。

ただし、特許数として、Huang, Lao, & McPhee (2019)を参考に、後日認証された特許を出願した年を計測した。具体的には、A 年に出願し B 年に承認された特許に関しては A 年の特許として扱った。特許の出願と承認には時間差があり、特許取得年よりも特許出願年の方がイノベーションを実際に行なった年をタイムリーに捉えていると考えられるためである。

なお特許数データの取得にあたっては特許情報プラットフォーム J-PLAT PAT を用いた。

選出企業群と比較群、および両群の特許数を以下の図表 15 にまとめた。

選出企業群	特許数平均	比較企業群	特許数平均
フジ日本精糖	2	ピックルスコーポレーション	0
リオン	17	トレックス・セミコンダクター	3.333
富士通フロンテック	117.667	デンヨー	4.333
イビデン	153.333	安川電機	53.667
トッパン・フォームズ	102.667	オカムラ	83.667
東京エレクトロン デバイス	2	OUGホールディングス	0
新京成電鉄	0	山陽電気鉄道	0
キムラユニティー	1	丸和運輸機関	0
ティーガイア	0	テレビ東京ホールディングス	1
スペースシャワーネットワーク	0	レグス	0.333
シーティーエス	4.333	ニッパンレンタル	0
群平均	33.333	群平均	12.194

(図表 15)

選出企業群の特許数平均は 36.363, 比較企業群の特許数平均は 13.302 となり, 選出企業群の方が特許数平均は高いという結果が得られた。続けて, この平均値に有意な差があるかどうかをより正確に検証していく。

まず, シャピロ・ウィルク検定で選出企業群と比較企業群の分布を調べたところ, それぞれの P 値は 0.0002115 と 0.000006104 となったため, 正規分布にはないと判断した。よって正規分布ではなく対応のある 2 変数間の検定として, ウィルコクソンの符号付順位検定を行った。その結果 P 値は 0.01172 となった。よって, $P < 0.05$ のため有意水準 5% で両群の平均値の差は有意と認められた。

以上より, 我々が選出した内部情報の質が優れた企業 11 社は, イノベーションの面でも優れた力を持っていることが確認された。

さらに, 特許数では 0 となってしまった 3 企業に関しても, 特許とは違った形でイノベーションの能力を持っていたことを追記する。3 企業とも, 既存ビジネスへの新技術の応用や, 市場の変化に対する既存ビジネスの変革などを積極的に行っている企業であった。詳しくは以下にまとめた。

新京成電鉄

鉄道会社。デジタル ATS (自動列車停止装置) の導入による安全対策や, 電車車両のインバータ装置更新による使用電力の大幅削減等を行っており, 安全性・収益性の両面に積極的に技術の力を利用している。

ティーガイア

著しく高度化している通信デバイスの管理・運用サービスの提供や, そのためのクラウドサービスの提供を行っている。2017 年にはシステム開発を主な事業とするポピュラーソフト株式会社の子会社化を行い, 技術開発力と営業力の提携を積極的に推し進めている。

スペースシャワーネットワーク

音楽コンテンツの制作, 管理, 販売が中心の会社。CD 販売から, 音楽配信によるサブスクリプションへと市場が激変しており, それに対応し, 蓄積してきた知的財産利用による収入源の獲得や, SNS に特化した企業の子会社化などを行い, ビジネス業態の変革に挑戦している。

9 章 ポートフォリオ分析

我々は 3 つのスクリーニングを通じて導き出したポートフォリオの有効性を測るため, シャープレシオを算出した。

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{超過リターンの平均}}{\text{リスク}} = \frac{(\text{リターンの平均}) - (\text{無リスク資産のリターン})}{\text{リターンの標準偏差}}$$

シャープレシオはリスクに対してリターンがどれだけ得られるかを示した指標であり、値が大きいほどリスクに対し、大きなリターンが得られていることになる。シャープレシオ 10 年物国債の利子率を日時換算した場合にほぼ 0 と見なせることから、無リスク資産のリターンは 0 として求めた計算の結果は図表 16 のようになった。

	ポートフォリオ	TOPIX
シャープレシオ	0.89	0.56

(図表 16)

シャープレシオは TOPIX と比較して高い値になっている。ここから、我々のポートフォリオはリスクに対して一定程度のリターンが得られていると言える。

10 章 まとめ

イノベーションから企業の成長へ、という道筋は近年語られることが多い。ただ、今現在強いイノベーション力を持つ企業が、今後もそうであるとは限らない。将来の業績への投資という性質を鑑みると、イノベーションの源泉となる、より根源的なテーマを探索すべきではないか。そこで我々がイノベーションの鍵として注目したのが「内部情報の質」である。

ただし、その鍵は抽象的かつ機密性が高いため、極めて観察しづらい。それを **timeliness**, **accuracy** および **accessibility** という 3 つの概念を中心に明らかにしようとしたのが、3 章から 6 章に渡るスクリーニングである。そしてそのスクリーニングの結果、我々は「内部情報の質」が高い企業を選定することができた。

もともと、それだけでは画竜点睛を欠く。選定した企業が、実際にイノベーションの点で優れていることを確認することで、初めて“内部情報の質—イノベーション—企業の成長”という道筋に説得力を持たせることができる。そう考えた我々は、8 章において分析を行い、選定企業がイノベーションに有意に秀でていることを実証することで、その道筋を確認することができた。

こうして我々は今回の論文において、観察しづらい内部情報の質が高い企業を選定しただけでなく、内部情報がイノベーションの根幹として存在することを示した。その結果として、高い内部情報の質を持つ選定企業が、イノベーションを通して企業成長を達成するというストーリーを明瞭に記述することができたと感じている。

11章 STOCK リーグを通じて学んだこと

今回のストックリーグを通じて学んだことは大きく3つあります。

1つ目は、華やかな研究の裏の地道な作業の苦勞です。先輩方のストックリーグのレポートや過去の受賞作のレポートは、アイデアや分析に優れており、素晴らしいものであります。自分たちも同等のレベルのものを作り上げようとしたとき、アイデア出し、参考文献の読み込み、データ収集、レポート作成など、とにかく裏で行なう分析や作業の膨大さに圧倒されました。特にデータ収集に関しては、1,000社弱の情報を手作業で集めること、求めるデータの登録されているデータベースを探し出すこと等、苦勞が絶えなかったです。

2つ目は、チームで作業分担を行なう重要性です。個々人のコミットメントは異なり、また個々人の能力も異なります。データ収集に集中するメンバーと分析の計算を行なうメンバーを分担するなど、個人の特性を活かしたストックリーグにすることが出来たと思います。

3つ目は、クリエイティブシンキングとロジカルシンキングの融合です。前半はアイデア出しやテーマ決めに関するクリエイティブシンキングに躓きました。「このテーマは面白く新規性があるのか?」「ゼミとして取り組むにふさわしいテーマなのか?」何度もアイデアを出しては修正を行ない、ようやく「企業の内部情報」というクリエイティブで新規性のあるテーマを決定することが出来ました。

後半は論文の読み込み、分析、因果関係の考察などのロジカルシンキングに骨を折りました。特に、参考文献を探して読み込み、自分たちの論を主張する補強となる論文を国内外から探し出して読み込むことは、多くの時間を割いたものの非常に有意義でした。

最後に、主催の日経新聞社様、特別協力の野村ホールディングス様、ゼミの先輩方と同期、最後まで厳しくも的確な助言をいただいた首藤昭信先生に厚く御礼申し上げます。特に首藤昭信先生には、何度もご迷惑をおかけしましたが、見捨てることなく気にかけていただき、感謝の念に堪えません。

参考文献

André, P., Phillip, A., & Moldovan, R. (2016). Segment disclosure quantity and quality under IFRS 8: Determinants and the effect on financial analysts' earnings forecast errors. *The International Journal of Accounting*, 51(4), pp.443-461.

- Brochet, F., Limbach, P., Schmid, M. & Scholz-Daneshgari, M. (2019). CEO Tenure and Firm Value. SSRN, working paper.
- Carcello, J., & Neal, T. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *The Accounting Review*, 75 (4), pp.453-467.
- Cassar, G., & Gibson, B. (2008). Budgets, Internal Reports, and Manager Forecast Accuracy. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), pp.707-737.
- Dorantes, C.-A., Li, C., Peters, G. F., & Richardson, V. J. (2012). The Effect of Enterprise Systems Implementations on the Firm Information Environment. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), pp.1427-1461.
- Feng, M., Li, C., & McVay, S. (2009). Internal control and management guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3), pp.190-209.
- Ferris, S., Jagannathan, M., & Pritchard, A. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance*, 58(3), pp.1087-1111.
- Gallemore, J., & Labro, E. (2013). The importance of the internal information environment for tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), pp.149-167.
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 100(3), pp. 468-505.
- Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), pp.49-66.
- Hoitash, R., Hoitash, U., & Bedard, J.C. (2007). Internal control quality and audit pricing under the Sarbanes-Oxley Act. SSRN, working paper.
- Holmstrom, B. (1989). Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12(3), pp.305-327.
- Huang, K., Lao, B., & McPhee, G. (2019). Internal Information Quality and Firm Innovation. ESMT Berlin, working paper.
- Jennings, J., Stoumbos, R., & Tanlu, L. (2012). The Effect of Organizational Complexity on Earnings Forecasting Behavior. SSRN, working paper.
- Jennings, J., Seo, H., & Tanlu, L. (2014). The effect of organizational complexity on earnings forecasting behavior. SSRN, working paper.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), pp.831-880.
- Krishnan, J. (2005). Audit committee financial expertise and internal control: an empirical analysis. *The Accounting Review*, 80(2), pp.649-675.
- Lee, S., Matsunaga, S. R., & Park, C. W. (2012). Management forecast accuracy and CEO turnover. *The Accounting Review*, 87(6), pp.2095-2122.

- Lin, J., Li, J. & Yang, J. (2006). The effect of audit committee performance on earnings quality. *Managerial Auditing Journal*, 21(9), pp. 921-933.
- Muramiya, K., & Takada, T. (2010). Reporting of Internal Control Deficiencies, Restatements, and Management Forecasts. discussion paper.
- Sako, M., & Kubo, K. (2019). Professionals on Corporate Boards: How do they affect the bottom line? RIETI, discussion paper.
- Tsumuraya, S. (2014). Effects of biased earnings forecasts: comparative study of earnings forecasts disclosures by US and Japanese firms. In *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, edited by K. Ito, and M. Nakano, pp.311-330.
- Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), pp.365-380.
- Zhang, Y., Zhou, J., & Zhou, N. (2007). Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), pp.300-327.
- 記虎 優子(2017)内部統制システムの構築が決算発表時期の改善に与える影響—内部統制システム構築の基本方針についての適時開示に着目して—
社会情報学, 第6巻, 第1号, pp.1-18
- 胡 大力(2014) 内部統制の質, 監査クライアントの交渉力と監査報酬, 現代監査, 第24号, pp.137-148.
- 鈴木 誠・胥 鵬(2000) 取締役人数と企業経営, 証券アナリストジャーナル, 第38巻, 第9号, pp.47-65.
- 藤原 英賢(2011) 監査法人の規模と監査報酬の関係, 現代監査, 第21号, pp.159-168
- 矢澤 憲一(2011) 監査報酬評価モデルの研究Ⅱ: 内部統制監査の導入に焦点を当てて(2007-2011), 青山経営論集, 第47巻, 第1号, pp.79-97