

企業の財務情報透明性と 現金保有水準の関連性

——台湾における情報開示評価システムを用いて——

潘 健 民
山 内 暁

〈論文要旨〉

本稿では、台湾独自の上場企業情報開示評価システムの点数を財務情報透明性の代理変数として用いて、企業の財務情報透明性と現金保有水準の関連性についての検証を行った。その結果、企業の現金保有水準が低ければ、高い財務情報透明性を有する可能性が高いことを確認した。また、企業の現金保有水準が低ければ、財務情報透明性が改善される可能性が高いことも確認した。

〈キーワード〉

財務情報透明性, 現金保有水準, 情報開示評価システム (IDTRS), 台湾

Financial Information Transparency and Cash Holdings: Evidence from Taiwan

Chien-min Kevin Pan
Aki Yamauchi

Abstract

Using results of the unique Information Disclosure and Transparency Ranking System in Taiwan, this study investigates the relation between financial

information transparency and cash holdings. This study finds that firms with lower cash holdings are likely to have higher financial information transparency. This study also finds that firms with lower cash holdings are likely to improve financial information transparency.

Keywords: Financial Information Transparency, Cash Holdings, Information Disclosure and Transparency Ranking System (IDTRS), Taiwan

1. はじめに

本稿は、企業の財務情報透明性と現金保有水準との関連性について、台湾における情報開示評価システムを用いて、検証することを目的としている。当該情報開示評価システムは、上場企業の財務情報透明性を数値化した、台湾独自の情報開示評価システムである。本稿における研究では、当該情報開示評価システムによる評価点数を、財務情報透明性の代理変数として用いて、企業の現金保有水準との関連性について検証する。

財務情報透明性の代理変数として、これまでの研究では、特定の会社に関する予測を発表したアナリストの人数、アナリストが発表したそれらの予測の誤差、およびアナリストのそれらの予測分散度などが、多く用いられてきた。たとえば Lang and Lundholm (1996) では、企業のディスクロージャー行動とアナリストとの関連性が証明されている。また、Bushman, Piotroski and Smith (2004) では、企業透明性 (Corporate Transparency) の決定要素として、アナリストの人数が用いられている。

しかし、アナリストを企業の財務情報透明性の代理変数として用いることには欠点があると考えられる。たとえば、アナリストは、すべての上場企業に関して予測を発表するわけではない。また、各企業をフォローしているアナリストの人数もそれぞれ、異なっている。そのためアナリストは、企業の財務情報透明性の代理変数としては、包括的なものとはいえない。本稿では、財務情報

透明性の代理変数として、従来の研究で多く用いられてきたアナリストではなく、台湾の情報開示評価システムの評価結果を用いる。台湾の情報開示評価システムは、第三者機関による調査評価であり、かつ、台湾の（店頭市場を含む）すべての上場企業がその評価対象とされている。そのため、その評価結果は客観的かつ包括的なものといえる。

台湾における情報開示評価システムの評価のような、第三者による客観的かつ包括的な財務情報透明性の数値化された尺度は、これまで存在しなかった。日本では近年、オリンパスや東芝によるいわゆる不適切会計が発生しているが、その発生原因のひとつとして、財務情報開示不足も考えられうる。そのため、台湾における財務情報透明性に係る研究は、日本における財務情報開示のあり方にも何らかの示唆を与えるものと考えられる。

上記したように本稿では、台湾独自の上場企業に係る情報開示評価システムの点数を財務情報透明性の代理変数として用いて、企業の財務情報透明性と現金保有水準との関連性について検証した。本稿の分析結果から、企業の現金保有水準が低ければ、高い財務情報透明性を有する可能性が高いこと、および企業の現金保有水準が低ければ、企業の財務情報透明性が改善される可能性が高いことが判明した。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、第2節において台湾における情報開示評価システムについて整理する。次に、第3節において先行研究と仮説、第4節においてリサーチ・デザイン、第5節においてサンプルとデータ、そして第6節において分析結果と追加分析の結果を示す。最後に第7節において、本稿における実証分析の結果に係る総括を行う。

2. 台湾における情報開示評価システム

2.1 情報開示評価システム開発の背景

台湾における情報開示評価システム開発の契機のひとつとして、2000年代

初頭に発生したエンロン（Enron）およびワールドコム（World Com）の会計スキャンダルがあげられる⁽¹⁾。この点についてたとえば、台湾政府より情報開示評価システムの開発運営を委託された証券暨期貨市場發展基金會（Securities and Futures Institute, Taiwan SFI）においても、エンロン事件が当該システムを開発するきっかけのひとつとなった旨が説明されている。

エンロンやワールドコムの会計スキャンダルにより、企業の財務情報透明性の欠如が露呈することとなった。そしてそれは、資本市場への不信を招き、投資家の投資意欲を損なうことにつながった。エンロンやワールドコム等のスキャンダルを受け、Sarbanes-Oxley Act（SOX法）が制定され、そこでは、企業の財務情報開示を強化させるため、企業のChief Executive Officer（CEO）およびChief Financial Officer（CFO）に対して、年次報告書（Annual Report）の開示が適正である旨の宣誓書提出が義務づけられた（302条）。これは、企業の最高責任者および財務責任者であるCEOおよびCFOが財務諸表の内容を精査したことを意味し、将来、財務諸表に虚偽な記述が発見されれば、CEOおよびCFOが責任を負わなければならない（罰金または25年以下の懲役）ことを意味する。

情報開示とその透明性についてはまた、SOX法が制定される前の1999年に経済協力開発機構（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）が、コーポレートガバナンス基準のフレームワークに情報開示および透明性（Disclosure and Transparency）に関する規定を組み入れている。

このように情報開示とその透明性への意識が高まるなか、三大格付会社のひとつであるスタンダード＆プアーズ社（Standard & Poor's, S&P）が2002年に発表した企業の情報開示に関する資料（Transparency and Disclosure Study, T&D Study）において、シンガポールがアジア太平洋地域において最

(1) 証券暨期貨市場發展基金會（Securities and Futures Institute, Taiwan SFI）
[URL: <http://www.sfi.org.tw/cga/cga2>] (access date: 2019/3/14)

も高い評価（全体平均点数7点）を受けたのに対して、台湾は、新興国（香港やシンガポールなど）のなかでは最も低い評価（財務情報部門に対する評価では5点、非財務情報部門では2点）を受けた⁽²⁾（薛明玲（2002），p.14）。

しかし、その調査項目のなかには、台湾の状況に合致しない項目が多くあった⁽³⁾。企業の財務情報透明性がますます重視される時代において、台湾企業の財務情報透明性不足を改善し、台湾企業に国際競争力をもたすため、台湾の資本市場に見合った公開的、客観的、かつ専門的な情報開示評価システムの構築が所管官庁の急務とされた。

そのような状況のなか、台湾証券取引所⁽⁴⁾および店頭市場である証券店頭売買センター⁽⁵⁾の出資により、情報開示評価システム（資訊揭露評鑑制度，Information Disclosure and Transparency Ranking System, IDTRS）が構築され、2003年に情報開示評価システムが完成した。そして、店頭市場を含む台湾の上場企業を対象とした初めての情報開示評価結果が2004年に公表されることとなった（2004年公表の評価結果は、2003年の1月1日から12月31日までを対象としたものである）。これが、本稿において財務情報透明性の代理変数として用いる情報開示評価システムによる評価結果である。

2.2 情報開示評価システムの変遷

情報開示評価システムによる評価結果は、2004年に初めて公表されて以来、毎年公表され、2015年までに通算12回の評価結果が公表されている。情報開示評価システムによる評価指標は約100項目であり、各指標に対して点数が7

(2) T&D Studyによると、調査にはS&P/IFCI指数が用いられたということである。そのため、調査の対象は、中国、韓国、台湾、香港やシンガポールなど、S&P/IFCI指数に採用された企業の所在国であると考えられる。

(3) 質問項目はPatel and Dallas（2002）を参照。

(4) Taiwan Stock Exchange。英文略称：TWSE。正体字中国語：臺灣證券交易所。

(5) Taipei Exchange。英文略称：TPEX。正体字中国語：證券櫃檯買賣中心。なお、当該機関は2015年2月24日まで、Gre Tai Securities Marketという英文名称で運営されてきた。

けられる（具体的な評価指標については、各年で多少の違いがある。それら各年の具体的な評価指標については、本稿の Appendix 1 において示している）⁽⁶⁾。ここで、それら評価指標は各年ともに、以下の5大分類に区分されている：

1. 情報開示に関する法令順守の状況
2. 情報開示の適時性
3. 予測財務情報の開示
4. 年次報告における情報開示
5. ホームページにおける情報開示

台湾の情報開示評価システムによる評価結果の素点は制度上、評価対象企業以外には公表されないこととなっている。そのかわり、素点に対応したランク付けが公表される。

以下の表1に示したように、2004年から公表された第1回および第2回の評価結果は、評価の素点に応じ、企業の情報開示程度を透明（上位30%）と不透明（残りの70%）の2つのグループに分けたのみに留まる。しかし、2006年に公表された第3回の評価結果から、ランクがA+, A, B, C, C-の5段階に分けられている。そして、2012年に公表された第9回の評価結果からはさらに詳細となり、A++（85以上）、A+（80~84）、A（70~79）、A-（60~69）、B（50~59）、C（45~49）、C-（45以下）の7段階に分けられている（各回における各ランクの企業数については、本稿の Appendix 2 において示している）。そして、A++評価を取得した企業のうちトップ20社および前回の評価から大幅にランクが上昇した企業のうちトップ10社は、公表され表彰される

(6) 当該調査では、主観的な判断を排除するため、評価指標に対する回答は「はい」と「いいえ」の2択とされ、「はい」と回答した場合は1点、「いいえ」と回答した場合は0点とされる。なお、満点は評価項目の数に依存している。たとえば、2013年度を対象とした年度では評価項目が109項目あり、その場合の満点は109点となる。

表1 情報開示評価システムの変遷

| 回 | 年 | ランク分け | 表彰・指導 |
|------------|-----------------|---|--|
| 1回 2回 | 2004年 2005年 | 2段階： 透明（上位30%） 不透明（残りの70%） | ナシ |
| 3回～ 7回 | 2006年～ 2010年 | 5段階： A+・A・B・C・C- | ナシ |
| 8回 | 2011年 | | ・指導される企業 →C-を取得した企業。 |
| 9回～ 12回 | 2012年～ 2015年 | 7段階： A++（85以上） A+（80～84） A（70～79） A-（60～69） B（50～59） C（45～49） C-（45以下） | ・指導される企業 →C-を取得した企業。 ・公表・表彰される企業 →A++評価を取得した企業のうち トップ20社 →前回の評価から大幅にランクが上昇 した企業のうちトップ10社 |
| 13回～ 現在 | 2016年～ 現在 | 企業統治評価（公司治理評鑑）システムに統合。 | |

こととなっている。一方、第8回の評価から、C-を取得した企業に対しては、所管当局から特別な指導が行われている。なお、当該情報開示システムは第13回以降、企業統治評価（公司治理評鑑）システムに統合されている。

3. 先行研究と仮説

3.1 情報開示評価システムを用いた先行研究

台湾では、情報開示評価システムの評価が開始されて以来、その効果についての研究が行われるようになった。たとえば張瑞當・方俊儒（2006）では、情報開示評価システムが報告利益管理（Earnings Management）に与える影響についての研究が行われている。その結果、情報開示評価システム導入後、台湾企業全体の報告利益管理の程度が低下したことが示されている。また、薛敏正・李雅琳（2007）では、財務困難に陥った企業の財務情報透明性が低いことが示されている。曾玉琦（2009）では、情報開示評価システムによって高い評

価を付けられた企業は、その他の企業より経済的な付加価値が比較的高いことが示されている。さらに王韶濱・許明曄（2011）では、財務情報透明性とアナリストによる企業業績予測との関連性についての分析が行われている。その結果、財務情報透明性が高ければ高いほどアナリストによる企業業績予測の頻度が増加したことが報告されている。

また、企業の財務情報透明性の代理変数として、台湾の情報開示評価システムを用いて、経営者の年齢、性別や教育レベルといった経営者の人格的特徴（Demographic Characteristics）との関連性を調査した Chiang and He（2010）では、取締役会の質が高ければ企業の透明度も高くなるということが判明している。そして、そのような経営者の人格的特徴に関連して Lee, Pan and Hung（2013）では、任期の長い経営者および女性経営者は企業の財務情報透明性を低下させるということ、また、経営者がMBA教育を受けていれば、その企業の財務情報透明性は比較的高いことが判明している。

3.2 情報開示と資本コストとの関連性についての先行研究

企業の情報開示に関する研究はこれまで、数多く行われてきた。Diamond and Verrecchia（1991）では、情報開示の質が改善されると、株式の流動性が高まるという結果が示されている。Diamond and Verrecchia（1991）ではまた、企業の情報開示のレベルが高ければ、株式による資本コストを抑えることができるということが示唆されている。Sengupta（1998）では、情報開示の質と債務による資本コストの関連性についての研究が行われ、情報開示の質が高ければ債務による資本コストが低下することが判明している。Healy and Palepu（2001）においては、先行文献が整理され、財務情報透明性の増加は情報の非対称性の緩和に繋がり、投資家が要求するリスクプレミアム（Risk Premium）の低下にも繋がること、それが、企業の資本コストの低下をもたらすことが示されている⁽⁷⁾。

3.3 現金保有水準に関する先行研究

現金保有の動機については最初、Keynes (1936) によって提起された。Keynes (1936) は、その動機を取引的動機 (Transaction Motive)、予防的動機 (Precautionary Motive)、および投機的動機 (Speculative Motive) の3つに分類している。つまり、企業における現金保有の動機には、日常的な取引のためという動機以外にも、突発的な事由に備えるため予防的に現金を保有するという動機もある。また、その現金を本業以外の投機のために保有するという動機もある。

Keynes (1936) 以降、現代ファイナンス研究において、企業の現金保有に関連する研究は数多く行われてきた。そのひとつは、企業の現金保有のインセンティブ (Incentives) が経営者の外部資金調達 (External Financing) にあるとする研究である。当該研究では、企業がある程度の現金を保有することによって、外部資金調達のコストを避けることができるとされている⁽⁸⁾。Jensen and Meckling (1976) や Myers (1977) 以降、資金調達を行う際には、直接的な発行費用以外に、エージェンシー・コスト (Agency Cost) がかかることが認識されるようになった。また、Easterbrook (1984) では、資本市場から頻繁に資金を調達すると、市場による厳しい財政的な規律付けがなされることが指摘された。さらに、Myers and Majluf (1984) は、情報の非対称性の観点から、ペッキング・オーダー (Pecking Order) 理論を打ち出し、企業が、コストのかかる外部資金より比較的にコストのかからない内部留保資金を優先的に使用することを、理論的に示した。また、企業の現金保有のインセンティブ

(7) 企業の資本コストは、投資家が要求する株式のリターン (return) と表裏一体である。投資家が株式に要求するリターンは、「リスクフリー (risk free) ・リターン」と市場に参加することによって背負うことになるリスクに対するリターンである「リスクプレミアム (risk premium)」との合計になる。リスクフリー・リターンは、財務情報透明性が高くても低くても変わらないが、リスクプレミアムは、財務情報透明性が高くなると低くなり、それは資本コスト全体の低下にもつながる。

(8) この点についての実証研究としては、Smith (1977) や Mikkelsen and Partch (1986) をあげることができる。

が自己利益 (Managerial Self-interest) にあるとする研究もみられる。Jensen (1986) は、エージェンシー理論の観点から、経営者は自己保身 (Managerial Entrenchment) のために現金を企業内部に留保するインセンティブを有するが、必要以上に現金を企業内部に留保した場合、それは非効率な投資に回されることになる⁽⁹⁾と指摘している。

企業の現金保有の決定要素についての研究としては、Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (1999) がある。当該論文以降の研究では、当該論文において示されたモデルをベースとした研究が行われている。たとえば、Dittmar, Mahrt-Smith, and Servaes (2003) では、現金保有水準とコーポレートガバナンスとの関連性について45か国の国際比較が行われており、株主保護に係る関連法制度が整備されている国ほど企業の現金保有水準が低いという結果が示されている。また、Pinkowitz and Williamson (2001) や Pan (2006) では、Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (1999) をベースとして日本企業を対象とした研究が行われている。その結果、Pinkowitz and Williamson (2001) では、日本企業において現金保有水準が高い理由として、銀行から企業へのレントシーキング (Rent Seeking) があることが判明している。また、Pan (2006) では、大量に現金を保有している日本企業が業績を低下させることはない⁽¹⁰⁾ということが示されている。

また、企業の現金保有水準が企業の情報開示に影響を与えるということを示した研究もみられる。Wynn (2008) では、会社役員賠償責任保険 (Directors' and Officers' liability insurance, D&O 保険) および企業の現金保有水準が企業の自主的ディスクロージャーの量・質と関連性があることを実証的に明らかにした上で、会社役員賠償責任保険の補償内容 (Insurance Coverage) よりも

(9) Mikkelsen and Partch (2003) は、企業が大量の現金を内部留保しても経営業績が低下しないことを実証的に示した。

(10) これは、アメリカ企業を対象とした Mikkelsen and Partch (2003) と同じ実証結果である。

企業の現金保有水準の方が、企業のディスクロージャーの意思決定における決定要因となっていることも明らかにした。なお、Wynn (2008) では、超過現金保有を企業の現金保有水準の代理変数として扱っている⁽¹¹⁾。

3.4 仮説

3.3 においてとりあげた先行研究をみると、企業が外部から資金調達を行う際には様々なコストがかかるため、企業は優先的に内部の資金を使うということがわかる。しかしながら、企業内部における現金保有水準が低ければ、企業は外部から資金を調達する動機が高くなる。その場合、企業は低い資本コストで外部資金を調達したいと考える可能性が高い。先行研究では、企業の情報開示の向上が資本コストの低下に繋がることを示唆している研究もみられる。また、先述したようにたとえば Wynn (2008) では、企業の現金保有水準は企業の自主的ディスクロージャーの量・質と関連性があることを明らかにしている。Wynn (2008) の実証結果は、企業の現金保有水準が企業の情報開示に影響を与えることを示唆しているものである。

以上より、本稿における仮説1は、以下の通りとする。

仮説1：企業の現金保有水準が低ければ、高い財務情報透明性を有する可能性が高い

既述したように、先行研究において多く用いられてきた、アナリストの人数、アナリストが発表したそれらの予測の誤差、および各アナリストによるそれらの予測分散度などは、財務情報透明性の代理変数としては包括的なものとはいえない。それに加えて、企業の財務情報透明性の改善に係る適切な指標ではな

(11) Chung and Wynn (2008) においても、超過現金保有が企業の現金保有水準の代理変数として扱われている。

いと考えられる。たとえば、各アナリスト間の予測分散度は、アナリスト個人の分析スキルにも依存しているため、たとえ予測分散度が小さくなったとしても、それは必ずしも企業の財務情報透明性が改善された結果であるとはいえない。一方、情報開示評価システムによる評価結果では、企業の財務情報透明性の改善に係る努力がそのまま評価結果に反映される可能性が高いと考えられる。従って、本稿の仮説2は以下の通りとする。

仮説2：企業の現金保有水準が低ければ、財務情報透明性は改善される可能性が高い

4. リサーチ・デザイン

4.1 財務情報透明性の代理変数

本稿の目的は、企業の財務情報透明性と現金保有水準との関連性を解明することである。被説明変数でもある、財務情報透明性の代理変数となる台湾独自の情報開示評価システムの評価結果（IDTRR, Information Disclosure and Transparency Ranking Results）について、本稿では、2012年に公表された第9回の評価結果以後の評価結果、つまり、第9回から第11回までの評価結果を用いることとする。表1において示したとおり、第9回から評価結果は、A++、A+、A、A-、B、C、C-の7段階に分けられているからである（第12回（2015年）を入れていない点については、（脚注12）において示している）。当該評価結果については、Chiang and He（2010）を参考にして、それぞれの評価結果を以下のように、点数に変換する。

A++ = 7点、A+ = 6点、A = 5点、A- = 4点、B = 3点、C = 2点、C- = 1点。

4.2 現金保有水準の推定

次に、本稿におけるもっとも重要な説明変数である企業の現金保有水準の代理変数である超過現金保有を説明する。本稿では、先行研究（e.g., Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson 1999; Pinkowitz and Williamson 2001; Chung and Wynn 2008; Wynn 2008）を参考に、企業運営上、現金保有水準に関連すると考えられる最も共通的に用いられている変数のなかから、台湾の企業に合致する変数をモデルに組み込み⁽¹²⁾、最小二乗法（Ordinary Least Square）を用いて、企業の正常現金保有を推定する。その推定モデルは、下記の(1)式で示した通りである。業種が異なれば、現金の保有水準は当然に異なる。そのため、業種間の差異と年度間の差異をコントロールするため、(1)式における推定を年度別・業種別に行うことにした⁽¹³⁾。各年度の業種の観察値が15を下回れば、その業種はサンプルから除外する⁽¹⁴⁾：

$$\frac{CASH_{i,t}}{NA_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \ln(SIZE_{i,t}) + \beta_2 MTB_{i,t} + \beta_3 \frac{RD_{i,t}}{NA_{i,t}} + \beta_4 \frac{CF_{i,t}}{NA_{i,t}} + \beta_5 \frac{NWC_{i,t}}{NA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ここで、

$CASH_{i,t}$: t年における企業iの現金保有額（IFRS定義下の現金及び現金同

(12) たとえば、多くの先行研究において、企業が現金配当を支払ったかどうかのダミー変数がモデルに入れられている。しかしながら台湾では、株式に係る資本利得（capital gain）に対して課税しておらず、現金配当のみに対して所得（所得税の最高税率は45%）に合算し課税するような税制となっている。そのため、多くの機関投資家や大株主は、配当権利確定日の前に資本利得が確定できる持ち分を売却し、配当が支払われた後に買い戻すような節税行動をとっている。従って、台湾においては、先行研究における配当ダミーの前提が崩れている。そのため、本稿では、配当ダミーをモデルに組み入れないことにした。なお、台湾では過去に2013年から2015年の3年間のみ、株式に係る資本利得に対して課税が行われていたが、当該3年間は本稿における現金保有の推定期間に入っていない。

(13) 本稿の分析対象期間は3年間、分析対象業種は21業種である。そのため、年度別・業種別の推定を行うために、最大で63回の回帰分析を行った。

(14) 各年度の業種の観察値が15を下回った場合に、その業種をサンプルから除外するのは、回帰分析に用いる観察値が15を下回った場合、推定した値にバイアスが生じるためである（たとえば Roychowdhury 2006）。

等物⁽¹⁵⁾) ;

NA_{it} : t年における企業iの(現金及び現金同等物を除く)総資産 ;

$Ln(SIZE_{it})$: t年における企業iのNA(現金及び現金同等物を除く総資産)
の自然対数 ;

MTB_{it} : t年における企業iの時価簿価比率 ;

RD_{it} : t年における企業iの研究開発費 ;

CF_{it} : t年における企業iのフリーキャッシュフロー ;

NWC_{it} : t年における企業iのネットワーキングキャピタル(流動資産-現金及び現金同等物-流動負債)。

$Ln(SIZE)$ と MTB はそれぞれ、企業の規模および成長性をコントロールするための変数である。また、被説明変数は現金保有額であるので、総資産で各変数を標準化の際、多重共線性を避けるため、総資産から現金及び現金同等物を除く NA という変数を用いた。

先行研究に倣い(e.g., Mikkelson and Partch 2003; Pan 2006; Chung and Wynn 2008; Wynn 2008), (1)式による推定した正常現金保有と企業の実際現金保有との差(すなわち, (1)式の残差)を、超過現金保有(Excess Cash, 変数名 EC)と定義している。ここで定義した超過現金保有は、企業の現金保有水準を表している。定義上、プラスの超過現金保有は、企業の実際現金保有が推定した正常現金保有より高い状態を意味する。また、マイナスの超過現金保有は、企業の実際現金保有が推定した正常現金保有より低い状態を意味する。ここで計算した超過現金保有(EC)は、(2)式の説明変数となる。

(15) 台湾では、2000年からIFRS(International Financial Reporting Standards)へのコンバージョンが推進され、2013年から上場企業にIFRSが強制適用された。本稿における現金及び現金同等物の期間は2010年から2012年の3年間であり、IFRS強制適用前ではあるが、当該研究対象期間においてIFRSへのコンバージョンは既になされており、現金及び現金同等物の定義はIFRS強制適用後のものと同じである。

4.3 財務情報透明性についての分析

本稿における主要な分析式は以下のとおりである。(2)式は、企業の現金保有水準と財務情報透明性との関連性についての回帰式を表している：

$$\begin{aligned}
 IDTRR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 EC_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} \\
 & + \beta_6 ZScore_{i,t} + \beta_7 TAST_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 SALES_{i,t} + \beta_{10} DirOwn_{i,t} \\
 & + \beta_{11} BLOCK_{i,t} + \beta_{12} ChairOwn_{i,t} + \beta_{13} INST_{i,t} + \beta_{14} INDIR_{i,t} \\
 & + \beta_{15} LnBS_{i,t} + INDUSTRY_FE + YEAR_FE + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

ここで、被説明変数である $IDTRR$ は、4.1 で説明した情報開示評価システムの評価結果を点数に変換した数値である。また、 EC は4.2 で説明した通り、(1)式による推定した正常現金保有と企業の実際現金保有との差（(1)式の残差）である。(2)式で使用するコントロール変数は、先行研究（e.g., Biddle, Hilary and Verdi 2009; Chiang and He 2010; Lee, Pan and Hung 2013 など）を参考にした上で、台湾の企業状況に即したガバナンス変数を加えたものである。また、本稿においてガバナンス変数と称する変数は、企業の財務情報透明性に関連するコントロール変数でもある。 $INDUSTRY_FE$ と $YEAR_FE$ は、(2)式において Industry Fixed-effects と Year Fixed-effects をコントロールしていることを示している。コントロール変数およびガバナンス変数についての説明は、下記の通りである⁽¹⁶⁾。

コントロール変数

1. 企業の規模 ($SIZE$)：(株式の時価総額＋負債の簿価総額) の自然対数,
2. 時価簿価比率 (MTB)：株式の時価総額／総資産の簿価総額,

(16) 本稿では、企業の規模や時価簿価比率など一般的に使われる変数についての説明は省略し、企業の財務情報透明性と深くかかわっているガバナンス変数を中心に、詳細に説明している。

3. 配当比率 (*DIV*) : 一株当たり配当 / 一株当たり純利益,
4. 財務レバレッジ (*LEV*) : 税引前利息前の利益 (*EBIT*) / 税引前利益 (*EBT*),
5. Altman の Z-score (*ZScore*) : Altman (1968) の破産リスクモデルにより算出した点数である。その計算式は以下の通り :

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$$

ここで,

X_1 = 運転資金 / 総資産,

X_2 = 留保利益 / 総資産,

X_3 = 税引前利益 / 総資産,

X_4 = 株式の時価総額 / 負債の簿価総額,

X_5 = 総資産 / 売上高,

6. 固定資産比率 (*TAST*) : 固定資産 / 総資産,
7. 営業キャッシュフロー対総資産比率 (*CFO*) : 営業キャッシュフロー / t-4年からt-1年の平均総資産,
8. 売上高総資産比率 (*SALES*) : 売上高 / t-4年からt-1年の平均総資産。

ガバナンス変数

1. 役員持株比率 (*DirOwn*)

台湾企業では同族企業の比率が高く、役員は大株主である同族である場合が多い。林蔚珉・吳淑幸・崔雯玲(2008)では、役員持株比率は企業の財務情報透明性と負の相関があることが示されている。本稿では、役員持株比率を推定式に加え、その影響をコントロールする。本変数は、役員の総持株数を企業の流通株数で割って算出した比率である。

2. 大株主持株比率 (*BLOCK*)

La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) では、大株主とその他の個人株主の間でも利害対立が生じうることが示唆されている。大株主は、自分の利益の追求のため、その他の株主の利益を犠牲にするため、情報開示に消極的な姿勢をとることも考えられる。陳冠宙・陳育成・陳雪如 (2005) では、大株主の持株比率が高ければ高いほど、情報開示の度合いが低いことが報告されている。その大株主の影響をコントロールするため、本稿では、大株主持株比率を推定式に加えることにした。また、台湾の金融持株会社法の規定では、持株比率が5%以上であれば大株主と定義されているため、本稿では、持株比率5%以上の個人および法人の総持株数を企業の流通株数で割って大株主持株比率を算出した。

3. 経営者持株比率 (*ChairOwn*)

Jensen and Meckling (1976) のエージェンシーの観点によると、経営者自身の持株比率が高ければ、経営者と株主の間の利害対立の状況が軽減できると考えられている。また、経営者自身の持株比率が高ければ、企業との利害がより一致することも考えられている。本稿では、本変数は、経営者の持株数を企業の流通株数で割って算出した。

4. 機関投資家持株比率 (*INST*)

Pound (1988) による効率的モニタリング仮説 (Efficient Monitoring Hypothesis) では、機関投資家として従事する専門家の人数と質は高いため、機関投資家は企業を効率的に監督することができると主張されている。また、EL-Gazzar (1998) では、機関投資家の持株比率が高ければ高いほど、企業への監督も厳しくなり、企業により多くの情報開示を求めることが報告されている。本稿では、機関投資家持株比率が財務情報透明性へ与える影響をコント

ロールするため、回帰式に組み入れる。本変数は、機関投資家の総持株数を企業の流通株数で割って算出した。

5. 独立役員比率 (*INDIR*)

Chen and Jaggi (2000) では、独立役員比率が増加すれば、企業の情報開示レベルも上昇することが報告されている。本変数は、独立役員の人数を取締役会の総人数で割って算出した。

6. 取締役会の規模 (*LnBS*)

Cheng (2008) では、取締役会の規模が大きければ、企業の業績の変動が平準化されると報告されている。これは、人数が多くなればなるほど、個々人の意見が分かれ、合意が形成し難いからである。取締役会の規模は、取締役会の総人数の自然対数である。

5. サンプルとデータ

本稿のデータソースについて、情報開示評価システムの関連データは証券暨期貨市場發展基金會 (Securities and Futures Institute, Taiwan SFI) のホームページから取得した。当該データは、一般に公表されている。また、その他の財務データは臺灣經濟新報社 (Taiwan Economic Journal, TEJ) のデータベースから取得した。

既述したように本稿では、情報開示評価システムの評価結果については、それが5段階から7段階に分けられて公表された2012年から2014年の3年間(第9回から第11回までであり、対象期間は2011年から2013年までである)を対象とする。7段階に分けられた後の期間のみを対象としたのは、5段階と7段階とでは評価尺度が異なるため、両者を混在させてしまうと適切な検証を行えないと考えたからである。また、財務データも、情報開示評価システムの評

価結果に対応した 2011 年から 2013 年の 3 年間を対象とする。

超過現金保有は $t-1$ 年の変数を使用するため、対象期間は 2010 年から 2012 年となる。さらに、金融証券保険関連業種および航空業については対象から除く。また、2011 年（対象期間）からの 3 年間の間に証券取引所において監理・整理銘柄に指定された企業や上場廃止した企業も対象企業から除外した。また、超過現金保有を算定できない企業や財務データにおいて欠損値のある企業もサンプルから除外し、最終的なサンプル数は 3,410 社・年となった⁽¹⁷⁾。

表 2 は、業種分布をまとめた表となっている。表 2 より、台湾の上場企業に

表 2 サンプル企業の業種分布

| 業種 | サンプル数 | パーセント |
|---------------|-------|--------|
| 食品 | 71 | 2.08% |
| プラスチック | 79 | 2.32% |
| 繊維 | 149 | 4.37% |
| 電気機器 | 177 | 5.19% |
| 電気ケーブル | 46 | 1.35% |
| 鉄鋼 | 111 | 3.26% |
| 建設 | 188 | 5.51% |
| 観光 | 33 | 0.97% |
| 卸売 | 57 | 1.67% |
| 化学工業 | 105 | 3.08% |
| バイオ医薬品 | 158 | 4.63% |
| 半導体 | 325 | 9.53% |
| コンピュータおよび周辺機器 | 285 | 8.36% |
| 電子光学 | 294 | 8.62% |
| ネットワーク通信 | 189 | 5.54% |
| 電子部品 | 533 | 15.63% |
| 電子小売 | 110 | 3.23% |
| 情報サービス | 87 | 2.55% |
| その他電子 | 196 | 5.75% |
| 文化産業 | 29 | 0.85% |
| その他 | 188 | 5.51% |
| 合計 | 3,410 | 100% |

(17) 財務データは 1%と 99%で Winsorize している。また、サンプルを年別および業種別に 1%と 99%で Winsorize しても、それぞれ同じ結果が得られた。

において一番多い業種は電子部品業であり、次に半導体、電子光学、そしてコンピュータおよび周辺機器の順となっていることが分かる。このような産業分布から、台湾は電子機器産業に注力していることが分かる。

表3は、本稿の分析において用いる変数の記述統計量を示している。財務情報透明性の代理変数である *IDTRR* の数値は1から7で、平均値と中間値はそれぞれ3.684と4であるため、情報開示評価システムによって付けられた評価は偏って分布していないことが分かる。また、超過現金保有の代理変数である *EC* の数値の平均値と中間値はそれぞれ0.0018と-0.0205であり、25%と75%の数値と併せてみれば、極端に偏って分布しているわけではないことが分かる。本稿において、変数間の相関を検証するため、スピアマンの順位相関係数 (Spearman's Rank Correlation Coefficient) およびピアソンの積率相関係数 (Pearson Product-moment Correlation Coefficient) をそれぞれ計算した。被説明変数である *IDTRR* と説明変数の間において特に高い相関関係はみられない (相関係数表は省略)。

表3 現金保有水準と財務情報透明性についての記述統計量

| 変数 | 平均値 | 標準偏差 | 25% | 中間値 | 75% |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| <i>IDTRR</i> | 3.6839 | 1.0823 | 3.0000 | 4.0000 | 4.0000 |
| <i>EC</i> | 0.0018 | 0.2960 | -0.0978 | -0.0205 | 0.0683 |
| <i>SIZE</i> | 15.3874 | 1.3583 | 14.3996 | 15.2161 | 16.1488 |
| <i>MTB</i> | 1.3259 | 0.7725 | 0.9017 | 1.1129 | 1.4819 |
| <i>DIV</i> | 0.5860 | 1.6617 | 0.0000 | 0.5401 | 0.7979 |
| <i>LEV</i> | -5.4471 | 386.3780 | 1.0000 | 1.0073 | 1.0563 |
| <i>ZScore</i> | 0.8288 | 0.6025 | 0.4572 | 0.7048 | 1.0116 |
| <i>TAST</i> | 0.1916 | 0.1707 | 0.0549 | 0.1403 | 0.2893 |
| <i>CFO</i> | 0.0664 | 0.1065 | 0.0145 | 0.0556 | 0.1107 |
| <i>SALES</i> | 0.9195 | 0.7501 | 0.4604 | 0.7558 | 1.1338 |
| <i>DirOwn</i> | 0.2230 | 0.1380 | 0.1224 | 0.1860 | 0.2881 |
| <i>BLOCK</i> | 0.2054 | 0.1150 | 0.1224 | 0.1852 | 0.2639 |
| <i>ChairOwn</i> | 0.0152 | 0.0245 | 0.0009 | 0.0055 | 0.0191 |
| <i>INST</i> | 0.3500 | 0.2195 | 0.1732 | 0.3159 | 0.5042 |
| <i>INDIR</i> | 0.1911 | 0.1747 | 0.0000 | 0.2500 | 0.3333 |
| <i>LnBS</i> | 1.8883 | 0.2530 | 1.6094 | 1.9459 | 1.9459 |

6. 分析結果

6.1 現金保有水準と財務情報透明性についての分析結果

(2)式における現金保有水準と財務情報透明性との関連性についての分析結果は、表4に示した通りである。(2)式の被説明変数である財務情報透明性の代理変数 *IDTRR* として用いられた情報開示評価システムの評価は1から7の整数に変換されるため、Ordinal Logistic Regressionを用いて(2)式を推定する。Industry Fixed-effects および Year Fixed-effects をコントロールした上で、係数検定において、標準誤差 (Standard Error) の不均一分散性 (Heteroskedasticity) および系列相関 (Serial Correlation) を調整するため、Clustered Standard Error を用いる (Petersen 2009; Gow, Ormazabal and Taylor 2010)。分析の結果⁽¹⁸⁾、現金保有水準の代理変数である *EC* の係数は有意に負となっている⁽¹⁹⁾。そのため、仮説1の「企業の現金保有水準が低ければ、高い財務情報透明性を有する可能性が高い」は支持される。

6.2 現金保有水準と財務情報透明性の改善程度についての分析結果

前節で示した分析において、企業の現金保有水準が低ければ、高い財務情報透明性を有する可能性が高いことが判明した。本節では、財務情報透明性の改善程度について検証する。財務情報透明性の高い企業が低いコストで資金調達できることを示唆している先行研究もみられるため、資本コストの削減が財務

(18) VIF (Variance Inflation Factor) の数値から、モデルで使用しているコントロール変数が多重共線性 (Multicollinearity) を引き起こしていないこともわかり、モデルは正しくコントロールされている。

(19) Industry Fixed-effects と Year Fixed-effects をコントロールした上で、Clustered Standard Errors で標準誤差を調整する場合、計量的な問題が起こりうるといわれているため、表4の分析において、Industry Fixed-effects と Year Fixed-effects を外して Clustered Standard Errors のみで調整したところ、同じ結果が得られた。また、Bootstrap法で Standard Errors を調整してみたところ、これについても同じ結果が得られた。さらに、One-Dimension Clustered Standard Errors を用いても、Two-Dimensions Clustered Standard Errors を用いても、それぞれ統計的に有意な結果が得られた。

情報透明性の改善の動機になりえると考えられる。

財務情報透明性の改善程度 ($IDTRR_CL$) については、前年度の点数との差分と定義し、下記の(3)式により、算定した。

$$IDTRR_CL_{i,t} = IDTTR_{i,t} - IDTTR_{i,t-1} \quad (3)$$

本稿の分析において用いる財務情報透明性の改善程度である変数 $IDTRR_CL$ について (記述統計量に係る表は省略)、まず、情報開示評価システムの評価は前年度の評価との比較となるため、財務情報透明性の改善程度についてのサンプル数は、3,410 社・年から 2,206 社・年に減少することになった。次に、

表 4 現金保有水準と財務情報透明性についての実証結果

| Variables | Coefficient | Standard Errors | Z-stat |
|-----------------------------|-------------|-----------------|--------|
| <i>EC</i> | -0.1549 *** | 0.0238 | -6.50 |
| <i>SIZE</i> | 0.2527 *** | 0.0178 | 14.21 |
| <i>MTB</i> | -0.0557 ** | 0.0232 | -2.40 |
| <i>DIV</i> | 0.0049 | 0.0167 | 0.29 |
| <i>LEV</i> | 0.0000 | 0.0000 | 1.03 |
| <i>ZScore</i> | 0.4513 *** | 0.1534 | 2.94 |
| <i>TAST</i> | 0.0516 | 0.1537 | 0.34 |
| <i>CFO</i> | 0.9473 ** | 0.3780 | 2.51 |
| <i>SALES</i> | -0.4038 *** | 0.1364 | -2.96 |
| <i>DirOwn</i> | -0.2325 | 0.1450 | -1.60 |
| <i>BLOCK</i> | -1.5304 *** | 0.0767 | -19.94 |
| <i>ChairOwn</i> | 0.0755 | 0.7790 | 0.10 |
| <i>INST</i> | 0.3290 *** | 0.0578 | 5.69 |
| <i>INDIR</i> | 1.7620 *** | 0.2211 | 7.97 |
| <i>LnBS</i> | 0.6202 *** | 0.0615 | 10.08 |
| Fixed-effects | | Industry / Year | |
| Clustered | | Year | |
| Numbers of Observations | | 3,410 | |
| Wald Chi-Square (p-value) | | 447.96 (0.00) | |
| McFadden's pseudo R-squared | | 0.0451 | |

***, **, * はそれぞれ、1%水準で有意、5%水準で有意、10%水準で有意ということを示している。本表は Ordinal Logistic Regression による推定であり、Mean VIF は 2.00 で、*ZScore* と *SALES* 以外 (共に 6 点台) の変数の VIF は 3 以下である。

財務情報透明性の改善程度を示す変数 $IDTRR_CL$ の数値は -2 から 3 で、平均値と中間値はそれぞれ 0.133 と 0 であり、情報開示評価システムによってつけられた評価が上昇した企業も下落した企業もあることが分かった。また、 $IDTRR_CL$ とその他の変数間においては、特に高い相関関係はみられない（相関係数表は省略）。

(4)式は、企業の現金保有水準と財務情報透明性の改善程度との関連性についての推定式を表している：

$$\begin{aligned}
 IDTRR_CL_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 EC_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} \\
 & + \beta_6 ZScore_{i,t} + \beta_7 TAST_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 SALES_{i,t} + \beta_{10} DirOwn_{i,t} \\
 & + \beta_{11} BLOCK_{i,t} + \beta_{12} ChairOwn_{i,t} + \beta_{13} INST_{i,t} + \beta_{14} INDIR_{i,t} \\
 & + \beta_{15} LnBS_{i,t} + INDUSTRY_FE + YEAR_FE + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

まず、全体のサンプル 2,206 社・年を用いた分析を行った。(4)式の被説明変数である財務情報透明性の改善程度である $IDTRR_CL$ は -2 から 3 の整数であるため、Ordinal Logistic Regression を用いて(4)式を推定した。表5では、企業の現金保有水準と財務情報透明性の改善程度との関連性についての実証結果の検証結果を示している。 EC の係数は有意ではなかった⁽²⁰⁾。

次に、サンプルをプラス超過現金保有の企業とマイナス超過現金保有の企業それぞれに限定し、分析を行った。分析の結果、サンプルをプラス超過現金保有の企業に限定した分析において、 EC の係数は有意ではなかった（表省略，サンプル 954 社・年）。そして、サンプルをマイナス超過現金保有の企業に限定した分析においても、 EC の係数は有意ではなかった（表省略，サンプル数 1,252

(20) 表5においても表4（脚注19）と同様の分析および係数の検定を行った。その結果、いずれにおいても同じ結果が得られた。すなわち、 EC の係数は有意にはならなかった。多重共線性の問題もなかった。

社・年)。さらに、プラス超過現金保有の企業とマイナス超過現金保有の企業とに分けた二つのサブグループにおける時系列的な構造変化 (Structural Break) について検証をするため、Chow (1960) に従い Chow Test を行った。その結果、二つのサブグループにおいて、統計的な差のないことが判明した (Chow Test の結果に係る表は省略)。従って、現金保有水準と財務情報透明性の改善程度との関連性についての、サンプルを分けた一連の分析は、統計的に意味がないという結果になった。そのため、仮説2「企業の現金保有水準が低ければ、財務情報透明性は改善される可能性が高い」は、支持されないことになる。

上記の分析結果についての解釈は、被説明変数である財務情報透明性の改善

表5 現金保有水準と財務情報透明性の改善程度についての実証結果

| Variables | Coefficient | Standard Errors | Z-stat |
|-----------------------------|-------------|-------------------|--------|
| <i>EC</i> | 0.0220 | 0.1037 | 0.21 |
| <i>SIZE</i> | 0.0190 | 0.0458 | 0.41 |
| <i>MTB</i> | -0.1485 ** | 0.0705 | -2.11 |
| <i>DIV</i> | -0.0320 | 0.0205 | -1.56 |
| <i>LEV</i> | 0.0000 *** | 0.0000 | 3.93 |
| <i>ZScore</i> | -0.0850 | 0.1911 | -0.44 |
| <i>TAST</i> | -0.0078 | 0.2587 | -0.03 |
| <i>CFO</i> | 0.9138 * | 0.4677 | 1.95 |
| <i>SALES</i> | 0.1281 | 0.1556 | 0.82 |
| <i>DirOwn</i> | 0.3871 | 0.3925 | 0.99 |
| <i>BLOCK</i> | 0.0296 | 0.4569 | 0.06 |
| <i>ChairOwn</i> | 3.3112 ** | 1.3944 | 2.37 |
| <i>INST</i> | 0.0518 | 0.3036 | 0.17 |
| <i>INDIR</i> | 0.6384 *** | 0.2343 | 2.72 |
| <i>LnBS</i> | 0.4112 ** | 0.1771 | 2.32 |
| Fixed-effects | | Industry and Year | |
| Clustered | | Firm | |
| Numbers of Observations | | 2,206 | |
| Wald Chi-Square (p-value) | | 126.36 (0.00) | |
| McFadden's pseudo R-squared | | 0.0296 | |

***, **, * はそれぞれ、1%水準で有意、5%水準で有意、10%水準で有意ということを示している。本表は Ordinal Logistic Regression による推定であり、Mean VIF は 1.90 で、*ZScore* と *SALES* 以外 (共に 5 点台) の変数の VIF は 3 以下である。

程度を示す変数 *IDTRR_CL* の数値自体の特殊性に関連するものと考えられる。情報開示評価システムの評価は7段階しかなく、評価の改善は *IDTRR_CL* にあらわれない可能性もあるからである。たとえば、すでに最高評価の A++ を取得している企業は、さらに財務情報透明性を改善したとしても、データ上は0のままである。また、情報開示評価システムの評価が下落した企業の原因についても、特定することが難しいと考えられる。一旦取得した情報開示評価システムの評価について、(情報開示の質を落とすことにより)故意に下落させる、または下落させざるを得ない企業は、現金需要以外にもその原因があると考えられる。

表6 現金保有水準と財務情報透明性の改善についての実証結果

| Variables | Coefficient | Standard Errors | Z-stat |
|-----------------------------|-------------|-----------------|--------|
| <i>EC</i> | -0.1692 * | 0.0975 | -1.74 |
| <i>SIZE</i> | -0.0632 | 0.1176 | -0.54 |
| <i>MTB</i> | 0.0739 | 0.0814 | 0.91 |
| <i>DIV</i> | 0.0035 | 0.0427 | 0.08 |
| <i>ZScore</i> | 0.1564 *** | 0.0317 | 4.94 |
| <i>TAST</i> | 0.4006 ** | 0.1518 | 2.64 |
| <i>CFO</i> | -0.1295 | 1.5256 | -0.08 |
| <i>SALES</i> | -0.1173 | 0.0790 | -1.48 |
| <i>DS</i> | -0.1224 | 0.2902 | -0.42 |
| <i>BLOCK</i> | -0.3029 | 0.3243 | -0.93 |
| <i>ChairOwn</i> | 0.0941 | 0.8786 | 0.11 |
| <i>INST</i> | 0.6746 *** | 0.1632 | 4.13 |
| <i>INDIR</i> | 0.4448 | 0.3531 | 1.26 |
| <i>LnBS</i> | -0.1145 | 0.0850 | -1.35 |
| <i>Intercept</i> | -0.0444 | 2.1113 | -0.02 |
| Fixed-effects | | Industry / Year | |
| Clustered | | Industry / Year | |
| Numbers of Observations | | 2,206 | |
| Wald Chi-Square (p-value) | | 5663.65 (0.00) | |
| McFadden's pseudo R-squared | | 0.0167 | |

***, **, * はそれぞれ、1%水準で有意、5%水準で有意、10%水準で有意ということを示している。本表は Logistic Regression による推定であり、Mean VIF は 1.90 で、*ZScore* と *SALES* 以外 (共に 5 点台) の変数の VIF は 3 以下である。

そのため、本稿ではさらに、*IDTRR_CL* 以外に、単に評価段階が上昇した場合の改善に限定した分析を行った。ここで、*IDTRR* の評価段階が上がれば1、それ以外は0とした。この分析の被説明変数である財務情報透明性の改善は1と0のバイナリ変数 (Binary Variable) であるため、Logistic Regression を用いて推定した。現金保有水準と財務情報透明性の改善との関連性についての分析結果は、表6で示している。分析の結果、*EC* の係数は有意に負となっている⁽²⁾。そのため、仮説2「企業の現金保有水準が低ければ、財務情報透明性は改善される可能性が高い」が支持されることになる。これは、現金保有水準が低ければ、企業の財務情報透明性が改善される可能性が高いことを意味している。すなわち、この分析結果は、現金需要の高い企業は財務情報透明性を改善する動機を有しているということを示唆している。

7. おわりに

本稿では、財務情報透明性の代理変数として、企業の財務情報透明性を数値化した台湾独自の上場企業に係る情報開示評価システムによる評価点数を用いて、企業の財務情報透明性と現金保有水準との関連性についての検証を行った。その結果、企業の現金保有水準が低ければ、高い財務情報透明性を有する可能性が高いことが判明した。次に、企業の現金保有水準と企業の財務情報透明性の改善との関連性についての検証も行った。その結果、企業の現金保有水準が低ければ、財務情報透明性は改善される可能性が高いことが判明した。

ただし本稿では、企業の現金保有水準と財務情報透明性の改善程度との関連性を明らかにすることはできなかった。台湾における情報開示評価システムの評価は、それぞれの企業に対して、情報開示のレベルに応じた点数をつけるものであるが、その評価が公に公表される時点においては、素点ではなく、

(2) 表6においても、表4および表5(脚注19および脚注20)と同様の分析および係数の検定を行った。その結果、いずれにおいても有意な結果が得られた。多重共線性の問題もなかった。

A++, A+, A, A-, B, C, および C- の7段階に分けられている。そのため、数値上、たとえ企業が自身の財務情報透明性を改善したとしても、その改善の程度がそれぞれの段階における閾値 (Threshold) を越えなければ、数値上は0のままとなる (すなわち、改善なしの状態となる)。また、改善程度 of 分析においては、改善程度 of 値として負の値がある。これは、企業が自身の財務情報透明性を改善するどころか、むしろそれを下げることを意味している。本稿は、企業の現金保有水準と財務情報透明性との関連性を明らかにすることを目的としていたが、本稿における分析結果を受けて、なぜ企業が自身の財務情報透明性を下げるのかについても、今後検討しうるさらなる研究として考えられる。

従来の研究では、企業の財務情報透明性の代理変数として、アナリスト (人数, 予測誤差, および予測自体の分散程度) が多く用いられてきた。アナリストは、企業の財務情報透明性の代理変数としては、包括的なものとはいえない。一方、本稿において用いた、台湾における財務情報透明性を測定した指標である情報開示評価システムの結果は、すべての上場企業を対象とした第三者による客観的かつ包括的な財務情報透明性の数値化された尺度である。そのため、本稿の分析結果は、これまで行われてきた財務情報透明性に係る研究の補完ともなりうるものと考えられる。

先行研究 (e.g., Pinkowitz and Williamson 2001; Dittmar, Mahrt-Smith and Servaes 2003; Sher 2014) でも示されているように、日本企業の現金保有水準は世界トップレベルである。仮に今後、日本にも統一された情報開示評価システムのような評価システムが導入されたとすれば、日本企業の現金保有行動に変化が生じることも考えられうる。

[謝辞] 本稿で用いたデータおよび資料の収集・整理にあたり協力して頂きました吳満園さん、頼巧紋さん、および李艾玫さんに、心より御礼申し上げます。

参考文献

- 王韶濱, 許明暉, 2011, 資訊透明度與財務分析師預測行為, 當代會計, 第12卷第2期, 115-148頁。
- 林蔚珉, 吳淑幸, 崔雯玲, 2008, 探討影響公司資訊透明度的決定性因子, 臺南科大學報, 第27期第2冊, 251-266頁。
- 張瑞當, 方俊儒, 2006, 資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響, 會計評論, 第42期, 1-22頁。
- 陳冠宙, 陳育成, 陳雪如, 2005, 影響上市公司網站資訊透明度因子之實證, 會計與公司治理, 第1期第2卷, 33-59頁。
- 曾玉琦, 2009, 資訊揭露評鑑系統之效益分析: 股票報酬及經濟附加價值, 國立成功大學會計學系博士論文。
- 薛明玲, 2002, 資訊透明度與企業競爭力, 會計研究月刊, 第200期: 14-15頁。
- 薛敏正, 李雅琳, 2007, 財務困難公司之資訊透明度研究, 當代會計, 第8卷第2期, 113-154頁。
- Altman, E. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance* 23(4): 589-609.
- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48(2-3): 112-131.
- Blanchard, O., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1994. What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics* 36(3): 337-360.
- Bushman, R., J. Piotroski, and A. Smith. 2004. What determines transparency? *Journal of Accounting Research* 42(2): 207-252.
- Chen, C. J. P., and B. Jaggi. 2000. Association between independent nonexecutive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19(4-5): 285-310.
- Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87(1): 157-176.
- Chiang, H. T., and L. J. He. 2010. Board supervision capability and information transparency. *Corporate Governance: An International Review* 18(1): 18-31.
- Chow, G. 1960. Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. *Econometrica* 28(3): 591-605.
- Chung, H. H., and J. P. Wynn. 2008. Managerial legal liability coverage and earnings conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 46(1): 135-153.
- Diamond, D.W., and R.E. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 46 (4): 1325-1359.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1): 111-133.
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74(4): 650-59.
- El-Gazzar, S. M. 1998. Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *Accounting Review* 73(1): 119-129.
- Gow, I. D., G. Ormazabal, and D. J. Taylor. 2010. Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research. *Accounting Review* 85(2): 483-512.
- Healy, P. M., and K.G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31(1-3): 405-440.

- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 11-25.
- Keynes, J. M. 1936. *The general theory of employment, interest and money*. London:Macmillan.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review* 71 (4): 467-492.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54(2): 471-517.
- Lee, C., C. K. Pan, and C. Hung. 2013. How CEOs affect financial transparency in an emerging market? Paper presented at the 36th Annual Congress of the European Accounting Association, Paris, France, May 6-8, 2013.
- Mikkelson, W. and M. Partch. 1986. The decline of takeover and disciplinary managerial turnover. *Journal of Financial Economics* 44 (2): 31-60.
- Mikkelson, W. and M. Partch. 2003. Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (2): 275-294.
- Myers, S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.
- Myers, S. C., and N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52(1):3-46.
- Pan, C. K. 2006. Operating performances of Japanese firms with large cash holdings during the bubble economy. *Journal of Management Accounting, Japan: Supplement* 1, 75-99.
- Patel, S. A., and Dallas, G., 2002, Transparency and disclosure: Overview of methodology and study results - United States, <http://governance.standardandpoors.com>
- Petersen, M. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies* 22(1): 435-480.
- Pinkowitz, L., and R. Williamson. 2001. Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies* 14(4):1059-1082.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Sher, G. 2014. Cashing in for growth: Corporate cash holdings as an opportunity for investment and growth in Japan. IMF Working paper -WP/14/221, International Monetary Fund.
- Sengupta, P. 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review* 73(4): 459-474.
- Smith, C. Jr. 1977. Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offerings. *Journal of Financial Economics* 5(3): 3-30.
- Wynn, J. P. 2008. Liability coverage and voluntary disclosure. *Accounting Review* 83(6): 1639-1669.

Appendix 1 情報開示評価システムにおける評価指標

| | 指 標 |
|----|--|
| 一 | 情報開示に関する法令順守の状況 |
| 1 | 上場企業重大情報の認証および公開処理手続きに従って情報を公開し、違約金の支払いもしくはさらには重大な処分を受けた記録がないか？ |
| 2 | 上場企業重大情報説明記者会見作業手続関連規定に従って情報を公開し、違約金の支払いもしくはさらには重大な処分を受けた記録がないか？ |
| 3 | 上場企業情報申告作業方法に従って情報を申告し、違約金の支払いもしくはその他の処分を受けた記録がないか？ |
| 4 | 取締役、監査役、執行役および持分 10% 越の株主に関する持分変動情報について、所管官庁からの処分を受けなかったか？ |
| 5 | 自社および子会社による第三者への資金貸付および債務保証資料について、所管官庁からの処分を受けなかったか？ |
| 6 | 自社および子会社による資産の取得および処分に関する資料について、所管官庁からの処分を受けなかったか？ |
| 7 | 株主価値もしくは株価に重大な影響をもたらす自社の資料に係る適時広告について、所管官庁からの処分を受けなかったか？ |
| 8 | 即時に内部監査関連作業を申告し、所管官庁からの処分を受けなかったか？ ■ 第2回文言変更：即時に内部統制声明書および内部監査関連作業を申告し、所管官庁からの処分を受けなかったか？ ■ 第3回文言変更：即時に内部統制声明書（会計年度終了後4か月以内）および内部監査関連作業を申告し、所管官庁からの処分を受けなかったか？ |
| 9 | 法令に従って監査費用を開示し、所管官庁からの処分を受けなかったか？ |
| 10 | 財務報告について、所管官庁および証券取引所から、調整もしくは訂正を要求されなかったか？ |
| 11 | ●第2回新設：報道もしくは投資家による情報提供が株価に影響を与える可能性がある場合、関連規定に従って会社からの説明を行い、証券取引所からの改善を求められなかったか？ |
| 12 | ●第6回新設：株主総会の議案書および補足資料を即時に公表し、所管官庁からの処分を受けなかったか？ ■ 第11回文言変更：株主総会の議案書および補足資料を即時に公表し、証券取引所からの処分を受けなかったか？ |
| 二 | 情報開示の適時性 |
| 13 | 月次売上高を、適時に公表したか？ |
| 14 | ●第4回新設：連結月次売上高を、適時に公表したか？ |
| 15 | ●第11回新設：製品別の月次売上高を、適時に公表したか？（自発的開示項目） |
| 16 | ●第7回新設：月次営業利益および月次税引前利益を、適時に公表したか？ |
| 17 | 自社および子会社が、毎月の債務保証および資金貸付情報を、適時に公表したか？ |

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| | | | | | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ◎ | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | ○ | V | V | V | V | ◎ | V |
| | | | | | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | ○★ | V | V | V | V | V | △V | × | |
| | | | | | | | | | | ○ | V |
| | | | | | | ○★ | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |

| | 指 標 |
|----|--|
| 18 | ●第2回新設：重要子会社の売上高、製品別の売上高、および自社と重要子会社間の取引金額とその比率を公表したか？ |
| 19 | 自社および子会社が、金融派生商品取引の金額を毎月、適時に公表したか？ |
| 20 | 上場企業情報報告作業方法に従って、中国大陸での投資および海外子会社への投資情報を、即時に申告したか？ |
| 21 | ●第2回新設：独立取締役と監査役の主要な現職、経歴、およびその他の兼任情報を、即時に公表したか？ |
| 22 | ●第2回新設：公開情報観測システムにおいて、取締役と監査役の取締役会への出席状況と研修の状況を、開示したか？ |
| 23 | 取締役、監査役、執行役、および持分10%越の株主に関する持分変動情報について、適時に公表したか？ |
| 24 | 自己株式関連情報を、適時に所管官庁および証券取引所に申告したか？ |
| 25 | 上場企業情報報告作業方法に従って、従業員新株予約権に係る情報を、適時に申告したか？ |
| 26 | 財務報告を、適時に申告したか？ |
| 27 | 会計年度終了後2か月以内に、財務報告を申告したか？ |
| 28 | ●第3回新設：会計年度終了後3か月以内に、財務報告を申告したか？ |
| 29 | 半年度財務報告を、適時に申告したか？ ■第11回文言変更：中間財務報告を、適時に申告したか？ |
| 30 | 半期終了後1か月以内に、半年度財務報告を申告したか？ |
| 31 | 第1四半期の財務報告および第3四半期の財務報告を、適時に申告したか？ |
| 32 | 連結財務諸表を、適時に申告したか？ |
| 33 | 年次報告を、適時に申告したか？ |
| 34 | ●第3回新設：第1四半期の連結財務諸表および第3四半期の連結財務諸表を作成したか？ ■第5回文言変更： <u>会計士の監査を受けた</u> 第1四半期の連結財務諸表および第3四半期の連結財務諸表を作成したか？（金融持株会社と投資持株会社は除外） ■第6回文言変更：第1四半期の連結財務諸表および第3四半期の連結財務諸表を、 <u>適時に公表したか？</u> |
| 35 | ●第3回新設：作成した第1四半期の連結財務諸表と第3四半期の連結財務諸表は、会計士の監査を受けたか？ |
| 36 | ●第11回新設：中間財務報告を、法令で規定された申告期限の15日前に申告したか？（自発的開示項目） |
| 37 | ●第6回新設：第1四半期連結財務報告および第3四半期連結財務報告を、それぞれ各四半期終了後、1か月以内に申告したか？ |
| 38 | ●第5回新設：経理責任者の資格およびその専門の研修状況を、適時に申告したか？ |
| 39 | ●第6回新設：株主総会の議案書および補足資料は、株主総会開催30日前に申告・公表したか？ |

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | × | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | ○★ | V | V | × | | | | | | | |
| ○ | × | | | | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | ○★ | V | V | V | V | V | V | × | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | ◎ | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | × | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | × | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | × | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | ○ | V | ◎☆ | ◎ | V | V | V | V | × | |
| | | ○★ | V | × | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | ○ | V |
| | | | | | ○ | V | V | V | V | × | |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | ○ | V | V | V | V | V | V |

| | 指 標 |
|-----|--|
| 40 | <p>●第7回新設：英語版による株主総会の開催通知、議案書、および補足資料は、株主総会15日前に申告・公表したか？</p> <p>■第8回文言変更：英語版による株主総会の開催通知、議案書、および補足資料は、株主総会21日前に申告・公表したか？</p> |
| 41 | ●第8回新設：英語版による株主総会年次報告を申告し、かつ、株主総会前に公開情報観測システムにアップロードしたか？ |
| 42 | ●第8回新設：中国語で重大情報を申告した際に、同時に当該情報を英語でも申告したか？ |
| 43 | ●第8回新設：「上場企業株主総会会議日時事前申告システム」に従って、株主総会の日時を申告したか？ |
| 44 | ●第7回新設：XBRLで、財務報告を適時に申告したか？ |
| 45 | ●第11回新設：台湾内で行った自社の説明会の動画を、適時に公表したか？ |
| 三 | 予測財務情報の開示 |
| 46 | <p>当該年度に作成した財務予測（強制および自発）に関して、修正しなかったか？</p> <p>■第3回文言変更：当該年度に、<u>自発的に財務予測を公表したか？</u></p> |
| 47 | ●第4回新設：当該年度に、自発的に連結財務予測を公表したか？ |
| 48 | 当該年度の財務予測と実際の財務数値との間に重大な差異をもたらす主要な原因について、事前に説明をしたか？（将来の見通しに係る情報） |
| 49 | 財務予測の更新または修正の遅れについて、所管官庁または証券取引所から、その不備を指摘されなかったか？ |
| 50 | 財務予測の更新または修正に係る仮説の不合理について、所管官庁または証券取引所から、その不備を指摘されなかったか？ |
| 四 | 年次報告における情報開示 |
| (一) | 財務と営業情報の透明度 |
| 51 | 年次報告において、重要な会計政策を開示したか？ |
| 52 | <p>年次報告において用いた会計原則は、台湾内の一般的に認められた会計原則と一致しているか？</p> <p>■第12回文言変更：年次報告において用いた会計原則は、<u>金融監督管理委員会が認可したIFRSとIASおよびそれらの解釈指針であるか？</u></p> |
| 53 | 年次報告は、IASに従って作成したか？ |
| 54 | 年次報告において、台湾内会計原則からIFRS（もしくはUSGAAP）への調整項目を開示したか？ |
| 55 | <p>年次報告において、資産負債の評価に係る根拠および方法を開示したか？</p> <p>■第3回文言変更：年次報告において、<u>資産の減損に係る会計処理方法を開示したか？</u></p> |
| 56 | <p>年次報告において、固定資産の減価償却方法およびその償却期間を開示したか？</p> <p>■第12回文言変更：年次報告において、<u>有形固定資産の減価償却方法およびその償却期間を開示したか？</u></p> |
| 57 | 年次報告において、資産負債を認識した際に用いた評価方法に係る根拠と基礎を開示したか？ |

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| | | | | | | ○★ | ◎ | V | V | V | V |
| | | | | | | | ○★ | V | V | V | V |
| | | | | | | | ○★ | V | V | V | V |
| | | | | | | | ○ | V | V | V | V |
| | | | | | | ○★ | V | × | | | |
| | | | | | | | | | | ○ | V |
| | | | | | | | | | | | |
| ○ | V | ◎★ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | ○★ | V | V | V | V | V | V | × | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | ◎ |
| ○ | V | × | | | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | × | |
| ○ | V | ◎★ | V | × | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | ◎ |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |

| | 指 標 |
|----|---|
| 58 | ●第4回新設：年次報告において、株式と預託証券以外の金融商品に関して、公正価値（買値もしくは売値）を開示したか？ |
| 59 | 年次報告において、長短投資と短期投資を変更したことに係る情報を開示したか？ |
| 60 | 年次報告において、部門別分析を開示したか？ ■第11回文言変更：年次報告において、営業部門別分析を開示したか？ |
| 61 | 年次報告において、監査をうけた監査法人の名称およびその監査報告が適正であることを開示したか？ |
| 62 | 年次報告において、監査をうけた監査法人の関連企業に支払った、非監査費用および性質を開示したか？ |
| 63 | 年次報告において、企業組織図および株式所有構造を開示したか？ |
| 64 | 年次報告において、関連企業が行った債務保証、第3者への資金貸付、および金融派生商品に係る取引の情報を開示したか？ |
| 65 | 年次報告において、関連当事者（関連企業を含む）取引の情報を開示したか？ |
| 66 | 年次報告において、経営陣による経営に関する情報を開示したか？ |
| 67 | 年次報告において、マクロ経済環境および所属業界の視点からのトレンド分析を開示したか？ |
| 68 | 年次報告において、中長期戦略目標を開示したか？ ■第2回文言変更：年次報告において、長短期業務発展計画を開示したか？ |
| 69 | ●第3回新設：年次報告において、将来の研究開発計画およびその予定金額を開示したか？ |
| 70 | 年次報告において、研究開発投資計画（金額および進捗）を開示したか？ ■第3回文言変更：年次報告において、研究開発投資計画およびその進捗を開示したか？ |
| 71 | 年次報告において、製造した製品もしくは提供したサービスについての詳細を開示したか？ |
| 72 | 年次報告において、製品売上高および製品ポートフォリオを開示したか？ |
| 73 | 年次報告において、業界に独特な主要比率を開示したか？ ■第3回文言変更：年次報告において、業界に独特な <u>KPI</u> を開示したか？ |
| 74 | 年次報告において、過去の業績指標（たとえば、ROE や ROA など）を開示したか？ |
| 75 | 年次報告において、リスク管理に係る政策を開示したか？ |
| 76 | 年次報告において、リスク管理に係る組織構造を開示したか？ |
| 77 | 年次報告において、ヘッジ会計の目的および方法を開示したか？ ■第12回文言変更：年次報告において、ヘッジ会計を採用したかどうかを開示したか？ |
| 78 | 年次報告において、従業員生産性を開示したか？ |
| 79 | ●第7回新設：年次報告において、経営者が企業統治に関する研修やトレーニングを受けたかどうかを開示したか？ |
| 80 | 年次報告において、従業員が研修やトレーニングを受けたかどうかを開示したか？ |
| 81 | ●第7回新設：年次報告において、従業員の福利厚生と退職制度およびその実施状況を開示したか？ |

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| | | | ○★ | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | × | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | ◎ | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | ◎★ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | ◎ |
| ○ | V | V | V | × | | | | | | | |
| | | | | | | ○★ | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | ○ | V | V | V | V | V |

| | 指 標 |
|-----|--|
| 82 | ●第3回新設：年次報告において、財務情報透明度に関わる従業員の、関連資格の取得情報を開示したか？ |
| 83 | 年次報告において、従業員行動もしくは倫理に係る規定の有無を開示したか？ |
| 84 | ●第7回新設：年次報告において、内部重大情報処理作業手続きの有無を開示したか？ |
| 85 | 年次報告において、職場環境および従業員の安全に係る保護措置についての情報を開示したか？ |
| 86 | 年次報告において、社会責任の説明（たとえば、環境保護政策や改善計画）を開示したか？ |
| (二) | 取締役会および株式所有構造 |
| 87 | 年次報告において、取締役監査役の氏名、経歴、持株数、および在任期間を開示したか？ |
| 88 | 年次報告において、取締役監査役に係る情報の開示は、その独立性別に分類したか？ ■第5回文言変更：年次報告において、取締役および監査役に係る情報の開示は、その独立性別に分類したか？ |
| 89 | 年次報告において、取締役監査役に係る情報の開示は、その職務別に分類したか？ |
| 90 | 年次報告において、取締役監査役に係る情報の開示は、他社での兼任別に分類したか？ ■第5回文言変更：年次報告において、取締役および監査役に係る情報の開示は、他社での兼任別に分類したか？ |
| 91 | 年次報告において、取締役監査役報酬に係る細目および形式（金額に限らない）を開示したか？ ■第3回文言変更：年次報告において、取締役および監査役報酬に係る細目および形式（金額に限らない）を開示したか？ |
| 92 | ●第5回新設：年次報告において、取締役および監査役の個別報酬レンジを開示したか？ |
| 93 | ●第3回新設：年次報告において、取締役監査役報酬の個別細目を開示したか？ |
| 94 | ●第5回新設：年次報告において、社長および副社長の報酬を開示したか？ |
| 95 | ●第2回新設：年次報告において、取締役監査役執行役および大株主の株式担保の変動状況を開示したか？ |
| 96 | ●第5回新設：年次報告において、取締役および監査役が取締役会に出席した際の状況、ならびに独立取締役の監査委員会への出席状況を開示したか？ |
| 97 | ●第5回新設：年次報告において、取締役会および監査委員会の運営状況について、詳細に記載すべき事項を開示したか？ |
| 98 | 年次報告において、取締役監査役の研修状況を開示したか？ |
| 99 | 年次報告において、企業統治の現状に関する検討を開示したか？ |
| 100 | ●第5回新設：年次報告において、財務報告関連に関わる人員の辞職および解任状況を開示したか？ |
| 101 | 年次報告において、ストックオプションを取得した従業員の氏名および職位（トップ10）を開示したか？ |
| 102 | 年次報告において、賞与を得た従業員の氏名と職位（トップ10）、および株式賞与（トップ10）の株式数を開示したか？ |

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| | | ○★ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | ○★ | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | ◎ | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | × | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | ◎ | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○☆ | × | | | | | | |
| | | ○★ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ★V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |

| | 指 標 |
|-----|---|
| 103 | <p>年次報告において、経営陣の氏名、持株数、およびストックオプションの保有数を開示したか？</p> <p>■第4回文言変更：年次報告において、経営陣の氏名、持株数、<u>学歴と経歴</u>、他社での兼任、およびストックオプションの保有数を開示したか？</p> <p>■第12回文言変更：年次報告において、経営陣の氏名、持株数、学歴と経歴、他社での兼任、ストックオプションの保有数、および制限付ストックオプションの保有数を開示したか？</p> |
| 104 | <p>●第2回新設：年次報告において、従業員賞与および取締役監査報酬を分配後のEPSを開示したか？</p> |
| 105 | <p>●第2回新設：年次報告において、従業員株式賞与（時価）分配後のEPSを開示したか？</p> |
| 106 | <p>年次報告において、持株比率5%超の株主およびその持株数と比率を開示したか？</p> <p>■第3回文言変更：年次報告において、持株比率5%超（<u>金融持株会社と銀行は持株比率1%超</u>）の株主およびその持株数と比率を開示したか？</p> |
| 107 | <p>年次報告において、持株数トップ10の株主およびその持株数と比率を開示したか？</p> |
| 108 | <p>●第5回新設：年次報告において、持株比率トップ10の株主が互いに関係者である場合、その情報を開示したか？</p> |
| 109 | <p>年次報告において、株主総会で議決された事項の執行状況を開示したか？</p> |
| 110 | <p>●第11回新設：年次報告において、具体的かつ明確な配当政策を開示したか？</p> |
| 五 | <p>ホームページにおける情報開示</p> |
| 111 | <p>企業が自社のホームページを構築し、当該ホームページにおいて公開情報を開示したか？</p> <p>■第2回文言変更：企業が自社のホームページを構築し、当該ホームページにおいて公開情報（<u>財務報告資料を含む</u>）を開示したか？</p> |
| 112 | <p>●第7回新設：自社のホームページにおいて、株主総会報告を開示したか？</p> |
| 113 | <p>自社のホームページにおいて、中国語および英語（もしくはその他の外国語）で公開情報を開示したか？</p> <p>■第2回文言変更：自社のホームページにおいて、中国語および英語（もしくはその他の外国語）で公開情報（<u>財務報告資料を含む</u>）を開示したか？</p> |
| 114 | <p>●第5回新設：自社のホームページにおいて、英語で株主総会資料を公開したか？</p> |
| 115 | <p>自社のホームページにおいて、月次利益情報および当該年度の累積利益情報を開示したか？</p> <p>■第2回文言変更：自社のホームページにおいて、月次営業利益情報および当該年度の累積営業利益情報を開示したか？</p> <p>■第4回文言変更：自社のホームページにおいて、月次営業利益情報（<u>金融持株会社、銀行、および証券会社は継続営業部門損益を開示</u>）、および当該年度の累積営業利益情報を開示したか？</p> |
| 116 | <p>自社のホームページにおいて、月次売上高および過去24ヵ月の月次売上高を開示したか？</p> |
| 117 | <p>●第7回新設：自社のホームページにおいて、証券取引法に従って、独立取締役の選任条件を開示したか？</p> |
| 118 | <p>自社のホームページにおいて、取締役会で議決された事項を開示したか？</p> |
| 119 | <p>●第3回新設：自社のホームページにおいて、取締役会の議事録を開示したか？</p> |
| 120 | <p>自社のホームページにおいて、配当および株価情報を開示したか？</p> |

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| ○ | V | V | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | ◎ |
| | ○ | V | V | V | V | × | | | | | |
| | ○★ | V | V | V | V | × | | | | | |
| ○ | V | ◎ | V | × | | | | | | | |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | | | | | ○ | V |
| | | | | | | | | | | | |
| ○ | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | ○ | V | V | V | V | V |
| ○ | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | ◎ | V | ◎ | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | ○ | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |

| | 指 標 |
|-----|---|
| 121 | 自社のホームページにおいて、自社の重大情報を開示したか？ |
| 122 | ●第3回新設：自社のホームページにおいて、自社の定款、資産の取得と処分、資金の貸付、債務保証、および金融派生商品取引などの作業手続きを開示したか？ |
| 123 | 自社のホームページにおいて、株主の質問に対する回答機能を設置しているか？ |
| 124 | 自社のホームページにおいて、企業説明会の資料を開示したか？ ■第6回文言変更：自社のホームページにおいて、企業説明会の有無と（説明会を行った場合にはその）資料を開示したか？ |
| 125 | ●第6回新設：自社のホームページにおいて、企業説明会の音声もしくは動画ファイルを開示したか？ |
| 126 | ●第5回新設：株主が、株主総会の議決権について、書面投票もしくは電子投票で行使できるかどうか？ならびに、その行使方法および執行状況を自社のホームページで開示したかどうか？ |
| 127 | ●第8回新設：自社のホームページにおいて、取締役監査役（独立取締役を含まない）の選挙における指名制の採用および規定について、開示したか？ |
| 128 | ●第2回新設：自社のホームページにおいて、企業の組織構造、ならびに管理責任者の設置、その職名、およびその権限を明確に開示したか？ |
| 129 | 自社のホームページにおいて、内部監査の組織および運営について開示したか？ |
| 130 | ●第8回新設：自社のホームページにおいて、CSR報告書を開示したか？ |
| 131 | ●第9回新設：自社のホームページにおいて、株主総会の議案採決方法を開示したか？ |
| 132 | ●第11回新設：自社のホームページにおいて、企業統治自己評価報告を開示したか？ |
| 133 | ●第12回新設：自社のホームページにおいて、企業統治原則に不適合な情報を開示し、当該事項について証券取引所から改善を要求されたかどうか？ |

○：新設された指標 ◎：文言が変更された指標 V：新設または文言変更後、継続的にある指標
★：当該回以降、加点とされた指標 ☆：当該回のみ、加点とされた指標 △：初めて上場した企業
一～五：大分類

出所：以下の「情報開示評価システムにおける評価指標にかかる資料一覧」に記載されている各指

■情報開示評価システムにおける評価指標にかかる資料一覧

- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第一屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第二屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第三屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第四屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第五屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第六屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第七屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第八屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第九屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第十屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第十一屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，
- ・財団法人中華民国證券暨期貨市場發展基金會，「第十二屆「資訊揭露評鑑系統」評鑑指標及說明」，

| 第1回 | 第2回 | 第3回 | 第4回 | 第5回 | 第6回 | 第7回 | 第8回 | 第9回 | 第10回 | 第11回 | 第12回 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | ◎ | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | ○ | V | V | V | V | V | V |
| | | | | ○ | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | | ○ | V | V | V | V |
| | ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| ○ | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V | V |
| | | | | | | | ○ | V | V | V | V |
| | | | | | | | | ○ | V | V | V |
| | | | | | | | | | | ○ | × |
| | | | | | | | | | | | ○ |

×：削除された指標
業については、自発的開示である指標

標を一部修正・翻訳のうえ、表を作成。

- 中華民國九十三年五月十日.
- 中華民國九十四年五月十七日.
- 中華民國九十五年六月八日.
- 中華民國九十六年五月卅一日.
- 中華民國九十七年六月四日.
- 中華民國九十八年六月十一日.
- 中華民國九十九年六月八日.
- 中華民國一百年六月三日.
- 中華民國一〇一年六月六日.
- 中華民國一〇二年六月四日.
- 中華民國一〇三年六月二十日.
- 中華民國一〇四年四月二日.

Appendix 2 情報開示評価システムにおける各回のランク別企業数

■第1回および第2回

| | 上場企業 | | | 新興 |
|-----|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| | 情報開示が比較的 透明な企業 | 評価対象外 (年度途中上場) | 評価対象外 (年度途中上場廃止) | 情報開示が比較的 透明な企業 |
| 第1回 | 205 | 24 | 37 | 97 |
| 第2回 | 208 | 16 | 53 | 109 |

* 第2回目からは、金融機関は評価対象から外れている。

■第3回～第12回

| | A++ | | A+ | | A | | A- | | B | |
|------|-----|----|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 上場 | 新興 | 上場 | 新興 | 上場 | 新興 | 上場 | 新興 | 上場 | 新興 |
| 第3回 | — | — | 11 | 1 | 144 | 39 | — | — | 334 | 249 |
| 第4回 | — | — | 12 | 3 | 171 | 48 | — | — | 326 | 287 |
| 第5回 | — | — | 11 | 1 | 167 | 52 | — | — | 308 | 256 |
| 第6回 | — | — | 29 | 8 | 222 | 103 | — | — | 362 | 277 |
| 第7回 | — | — | 28 | 7 | 222 | 133 | — | — | 332 | 233 |
| 第8回 | — | — | 34 | 9 | 241 | 175 | — | — | 324 | 237 |
| 第9回 | 15 | 2 | 19 | 16 | 111 | 68 | 173 | 158 | 314 | 208 |
| 第10回 | 20 | 9 | 32 | 14 | 132 | 115 | 197 | 193 | 292 | 195 |
| 第11回 | 39 | 10 | 42 | 19 | 115 | 117 | 204 | 197 | 273 | 204 |
| 第12回 | 60 | 13 | 48 | 34 | 175 | 169 | 289 | 223 | 208 | 148 |

上場：上場企業 新興：新興市場に上場している企業 N/A：該当企業なし —：当該ランク

単位：企業数

| 市場に上場している企業 | | 金融機関 (上場企業と新興市場に上場している 企業の区別はナシ) | |
|-------------------|---------------------|--|-------------------|
| 評価対象外 (年度途中上場) | 評価対象外 (年度途中上場廃止) | 情報開示が比較的 透明な企業 | 評価対象外 (年度途中上場) |
| 125 | 43 | 11 | 1 |
| 112 | 34 | 0 | 0 |

単位：企業数

| C | | C- | | 評価対象外 (年度途中 上場) | | 評価対象外 (年度途中 上場廃止) | | 情報開示が比較 的透明な企業 (自発の開示) | 評価結果 が上がった企業 |
|--------|--------|--------|--------|-----------------------|--------|-------------------------|--------|------------------------------|-----------------|
| 上 場 | 新 興 | 上 場 | 新 興 | 上 場 | 新 興 | 上 場 | 新 興 | | |
| 141 | 113 | N/A | N/A | 12 | 70 | 71 | 63 | 104 | |
| 106 | 99 | 20 | 11 | 12 | 40 | 54 | 51 | 108 | |
| 131 | 118 | 34 | 20 | 25 | 50 | 54 | 61 | 112 | 4 |
| 48 | 57 | 4 | 8 | 19 | 37 | 41 | 52 | 115 | 5 |
| 94 | 86 | 9 | 10 | 20 | 31 | 36 | 50 | 118 | 5 |
| 96 | 55 | 10 | 9 | 28 | 46 | 30 | 52 | 119 | 5 |
| 83 | 51 | 5 | 5 | 26 | 51 | 30 | 44 | 公表ナシ | 10 |
| 75 | 17 | 6 | 0 | 23 | 51 | 35 | 48 | 公表ナシ | 10 |
| 86 | 28 | 14 | 2 | 29 | 29 | 39 | 58 | 公表ナシ | 10 |
| 16 | 9 | 1 | 0 | 17 | 34 | 46 | 57 | 公表ナシ | 10 |

はナシ（第3回～第8回までは、5段階評価（A+・A・B・C・C-）である。）

Appendix 3 変数の定義表

| 変数名 | 変数名 | 定義 |
|------------------|-----------------|--|
| 主要変数 | | |
| 情報開示評価システムの評価結果 | <i>IDTRR</i> | Taiwan SFI が公表した情報開示評価システムの評価結果を点数に転換する数値である。A++ = 7 点, A+ = 6 点, A = 5 点, A- = 4 点, B = 3 点, C = 2 点そして C- = 1 点。 財務情報透明性の代理変数である。 |
| 超過現金保有 | <i>EC</i> | (1) 式による推定された正常現金保有と企業の実際現金保有との差分 (残差) である。 現金保有水準の代理変数である。 |
| 企業情報開示の改善程度 | <i>IDTRR_CL</i> | 情報開示評価システムの評価結果の前年度の点数との差分。すなわち, (3) 式 $IDTRR_CL_{it} = IDTRR_{it} - IDTRR_{it-1}$ |
| コントロール変数 | | |
| 企業の規模 | <i>SIZE</i> | (株式の時価総額 + 負債の簿価総額) の自然対数 |
| 時価簿価比率 | <i>MTB</i> | 株式の時価総額 / 総資産の簿価総額の比率 |
| 配当比率 | <i>DIV</i> | 一株当たり配当 / 一株当たり純利益 |
| 財務レバレッジ係数 | <i>LEV</i> | 税引前利息前の利益 (EBIT) / 税引前利益 (EBT) |
| Altman の Z-score | <i>ZScore</i> | Altman (1968) の破産リスクモデルにより算出した点数 |
| 固定資産比率 | <i>TAST</i> | 固定資産 / 総資産 |
| 営業キャッシュフロー対総資産比率 | <i>CFO</i> | 営業キャッシュフロー / t-4 年から t-1 年の平均総資産 |
| 売上高総資産比率 | <i>SALES</i> | 売上高 / t-4 年から t-1 年の平均総資産 |
| ガバナンス変数 | | |
| 役員持株比率 | <i>DirOwn</i> | 役員の総持株数 / 企業の流通株数 |
| 大株主持株比率 | <i>BLOCK</i> | 持株比率 5% 以上の個人および法人の総持株数 / 企業の流通株数 |
| 経営者持株比率 | <i>ChairOwn</i> | 経営者の持株数 / 企業の流通株数 |
| 機関投資家持株比率 | <i>INST</i> | 機関投資家の総持株数 / 企業の流通株数 |
| 独立役員比率 | <i>INDIR</i> | 独立役員の数 / 取締役会の総人数 |
| 取締役会の規模 | <i>LnBS</i> | 取締役会の総人数の自然対数 |