

平成 30 年 6 月 15 日現在

機関番号：32682

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2017

課題番号：16K17212

研究課題名(和文) 資本コストをベンチマークとした利益マネジメントに関する分析

研究課題名(英文) Analysis of the Relation Between Earnings Management and Cost of Capital

研究代表者

平屋 伸洋 (HIRAYA, NOBUHIRO)

明治大学・経営学部・専任講師

研究者番号：50715224

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントについて包括的に分析することである。企業は資本コストを上回るリターンを獲得しないかぎり持続的成長や企業価値の向上を望めないとされる。そのため、経営者はリターンから資本コストを差し引いたスプレッドをプラスにする利益マネジメントを行うのではないかと予想した。

分析の結果、スプレッドのヒストグラムのゼロ付近において、ゼロを上回る区間の頻度がゼロを下回る区間の頻度と比べて非常に多いという不規則なゆがみの形状を確認することができた。このことから、経営者は利益マネジメントによって資本コストというベンチマークを達成していると解釈される。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this research is to comprehensively analyze earnings management with the cost of capital as a benchmark. In general, companies that earn returns that exceed the cost of capital are expected to improve corporate value. Therefore, in this research, we predict that management would plus the spread which subtracted capital cost from return by earnings management.

As a result of the analysis, we confirmed irregular distortion shape near the zero of the histogram.

That is, the frequency of the section exceeding zero is much larger than the frequency of the section below zero. This research provides evidence suggesting that management have achieved benchmark of cost of capital by earnings management.

研究分野：会計学

キーワード：会計学 資本コスト 利益マネジメント 利益調整 企業価値評価

1. 研究開始当初の背景

利益マネジメントとは、経営者が会計数値を意図的に操作することにより、何らかの望ましい報告利益を達成することである。経営者がなぜ利益マネジメントを選択するのかという本質的な問いは、Watts and Zimmerman(1978)が実証会計理論を提唱して以降、利益マネジメント研究に携わる研究者の大きなテーマであった。これまでの先行研究では、経営者報酬契約仮説、債務契約仮説、政治コスト仮説といったものが取り上げられ、経営者がこれらの契約の履行やコスト低減を勧奨して利益マネジメントを実施しているという証拠が明らかにされてきた。

しかしながら、Graham, et al. (2005)、須田・花枝(2008)による日米のサーベイ調査の結果、経営者が利益マネジメントによって目標業績を達成しようとする理由は圧倒的に「資本市場の信頼構築」であることがわかった。すなわち、経営者は投資期待を達成するために利益マネジメントを実施するということである。これまでの先行研究で取り上げられてきた効率的契約の達成よりも資本市場への情報提供やシグナリングに注力していることがわかった。

これらの示唆を受けて、資本市場における利益マネジメントを包括的に検証することを研究課題と位置づけた。

2. 研究の目的

本研究の目的は、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの実態を明らかにすることである。ファイナンス理論では、企業は資本コストを上回るリターンを獲得しないかぎり、持続的成長や企業価値の向上を望めないとされる。そのため経営者は、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントを行うのではないかと予想した。

また、経済産業省が2014年8月に公表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書(伊藤レポート)では、資本コストを上回るROEの向上を企業目標に掲げており最低でも8%という高い水準を目指すべきとしている。また、日本経済新聞社が実施した主要企業のCFOへのアンケート調査では、回答を得た企業232社のうち5割がROEの目標値を設定しており、検討している企業もあわせると7割近くの企業がROEを意識しているという結果が示された。

このような背景から、ROEから資本コストを差し引いたスプレッドをプラスにするために、経営者は資本コストをベンチマークとした利益マネジメントを行っているのではないかと予想した。これまで申請者が研究対象としてきた会計的裁量行動と実体的裁量行動の双方に焦点をあて、資本コストを意識した利益マネジメントの実態を理論的か

つ実証的に検証することが本研究の目的である。

3. 研究の方法

本研究では、【研究課題】理論構築と先行研究のサーベイ、【研究課題】資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの有無—ヒストグラムと標準化差異検定を用いた検証—、【研究課題】資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの影響—パネルデータ分析を用いた包括的検証—という3つの研究課題を取り上げる。そして、それぞれを平成28年度と平成29年度に実施する予定である。より詳細な年次計画については以下のとおりである。

【研究課題】理論構築と先行研究のサーベイ

(1) 研究内容とその方法

研究課題では、資本コストと利益マネジメントの関係について明らかにするために、ファイナンス理論から両者の関係について考察する。そして、資本コストや利益マネジメントに関する先行研究を整理しサーベイする。資本コストと利益マネジメントの関係を理論的に説明するには数理的な証明を必要とするが、申請者は榊原(1989)の研究を基礎として仮説の導出過程まではすでに目途を得ている。また、利益マネジメントに関する文献研究もある程度行っていったため、先行研究のサーベイでは資本コスト、資本コストと利益マネジメントの関係を考察したものを中心に取り上げる予定である。

(2) 明らかにするポイント

資本コストと利益マネジメントの関係を理論的に説明し、本研究が検証すべき仮説を導出すること。先行研究をサーベイすることで、それらの発見事項や問題点、今後の研究課題などを整理し本研究と先行研究の違いを明らかにすること。

(3) 研究計画

研究課題については平成28年度に行う予定であり、得られた成果については、敬愛大学研究論集もしくは敬愛大学総合地域研究所紀要に投稿する。

【研究課題】資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの有無—ヒストグラムと標準化差異検定を用いた検証—

(1) 研究内容とその方法

研究課題は、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの有無について、ヒストグラムと標準化差異検定を用いて検証

するというものである。リターンから資本コストを差し引いたスプレッドに焦点をあて、それらのヒストグラムを作成し標準化差異検定によってヒストグラム0付近における歪みをチェックする。これによって利益マネジメントの有無を検証する。ここでは、資本市場や会計基準の相違をコントロールするためにビューロー・ヴァン・ダイク株式会社のOSIRISというデータベースを用いて、米国ならびに欧州の上場企業をサンプルとした分析も同時に行う。

(2) 明らかにするポイント

資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの有無を明らかにする。また、同期間・同サンプルにおいて前年度利益(減益回避)、利益0(損失回避)、経営者予測利益(経営者予測達成)をベンチマークとした利益マネジメントが行われているかどうかモレファレンスとして検証し、4つの検証結果をつき合わせることで多角的な分析・解釈を試みる。

(3) 研究計画

この課題については平成28年度に行う予定である。研究課題、研究課題から得られた成果については、2016年度に開催予定の日本ディスクロージャー研究学会もしくは日本経営分析学会にて報告を行い、学会誌への投稿を予定している。

【研究課題】資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの影響 - パネルデータ分析を用いた包括的検証 -

(1) 研究内容とその方法

研究課題は、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの影響について、パネルデータ分析を用いて包括的に検証するというものである。リターンから資本コストを差し引いたスプレッドの部分に対して利益マネジメント(会計的裁量行動と実体的裁量行動)がどの程度影響しているかについて、プーリング回帰モデル、固定効果モデル、変量効果モデルといった統計手法を用いて解析する。

(2) 明らかにするポイント

リターンから資本コストを差し引いたスプレッドに対する利益マネジメントの影響を明らかにする。ここでも、資本市場や会計基準の相違を統制するためにビューロー・ヴァン・ダイク株式会社のOSIRISというデータベースを用いて、わが国ならびに米国、欧州の上場企業をサンプルとした分析を行う。

(3) 研究計画

この課題については平成29年度に行う予定であり、検証結果については2017年度に開催予定の日本会計研究学会にて報告を行う予定である。また、学会誌である『会計プロセス』や海外ジャーナルへの積極的な投稿を検討している。さらに、すべての課題から得られた成果については、将来刊行予定の書籍の一部に掲載する予定である。

4. 研究成果

研究課題では、理論構築と先行研究のサーベイを行った。企業はなぜ資本コストを上回るリターンを獲得しないかぎり持続的成長や企業価値の向上を望めないのか。ここでは、残余利益モデル(Residual Income Model)から本研究の理論的基礎を説明した。その結果、株価純資産倍率(PBR)はエクイティ・スプレッド(株主資本利益率 - 株主資本コスト)によって影響され、正のエクイティ・スプレッドであればPBRは1倍以上となり、逆のケースであればPBRは1倍以下となる可能性が高いことを明らかにした。このことから、本研究ではエクイティ・スプレッドを価値創造の代理変数と位置づけることができた。

加えて、研究課題ではエンタープライズバリューモデル(Enterprise Value Model)を用いた定式化も行った。これによれば、トービンのQ(Tobin's q)はアセット・スプレッド(総資産利益率 - 加重平均資本コスト)の影響を受け、正のアセット・スプレッドであればTobin's qは1以上になり、市場は企業価値を現在の価値よりも高く評価していると判断される。また逆のケースであれば、Tobin's qは1以下となり、市場は前述とは逆の評価を下していると解釈できる。このことから、本研究ではアセット・スプレッドも企業価値を説明する代理変数として取り上げることとした。

研究課題では、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの有無を分析するために、ヒストグラムと標準化差異検定を用いた検証を行った。利益マネジメントとは、経営者が会計数値を意図的に操作することにより何らかの望ましい利益水準を達成することである。Burgstahler and Dichev(1997)が利益分布アプローチ(Earnings Distribution Approach)を提示して以降、数多くの研究でこの手法が用いられ、利益マネジメントの存在を明らかにしてきた。Burgstahler and Dichev(1997)は、経営者が赤字を避けるために損失を回避する、当年度の利益が前年度利益を下回らないようにするために減益を回避するという2つの仮説を導出し、損失回避には利益額ゼロ、減益回避

には前年利益というベンチマークをそれぞれ設定した。そして、利益マネジメントの有無を視覚的に判断するために、利益水準と利益変化の分布におけるゼロ付近の不規則なゆがみに対して標準化差異 (Standardized Difference) を利用した統計的検証を行うことで、そのゆがみが統計的に有意なものかどうかを検証した。

本研究も Burgstahler and Dichev (1997) のアプローチを採用し、経営者は資本コストを上回る利益水準を達成するために利益マネジメントを行うという仮説を検証した。本研究では、株主資本コストを上回るリターンをエクイティ・スプレッド、加重平均資本コストを上回るリターンをアセット・スプレッドと定義し、それぞれの実額のヒストグラムを観察することで利益マネジメントの有無を検証することとした。

分析に必要なデータは『QUICK Astra Manager (ver. 2017.0)』より入手している。分析対象期間は、2009年3月期から2017年3月期決算までの9年間である。分析対象企業は、金融業や保険業を除いた東京証券取引所に上場する連結企業であり、決算月数が12ヶ月の3月決算企業である。なお、変則決算 (半期決算) など決算期間が12か月に満たない会社、IFRSやUS-GAAPを採用している会社、データの入手が困難な会社はサンプルから除外することとした。最終的なサンプルサイズは14,054サンプル (firm-year) となった。

分析の結果、当該サンプルではヒストグラムのゼロ付近において、ゼロを上回る区間の頻度がゼロを下回る区間の頻度と比べて非常に多いという不規則なゆがみの形状を確認することができた。これはエクイティ・スプレッドならびにアセット・スプレッドが0以上となる数が有意に多いことを表している。このゼロ付近の不規則なゆがみに対して標準化差異検定を行った結果、この不規則なゆがみが統計的に有意なものであることを明らかにした。そのため、経営者は各スプレッドがマイナスになることを回避するために利益マネジメントによって資本コスト以上の利益水準を達成していると解釈される。須田・花枝 (2008) のサーベイ調査では、経営者が目標利益を達成するメリットの多くはほとんどが資本市場に関するものであった。この結果を鑑みると、資本市場と密接に関連したベンチマーク (ターゲット) である資本コスト水準は、先行研究で取り上げられてきた利益額ゼロ、前年利益、経営者予想利益といった利益水準に加わる第4のベンチマークとして位置づけることができ、今後の展開や研究の発展が大いに期待できる。そこで本研究では、本研究の仮説を資本コスト仮説

(投資者の期待達成仮説) と定義することとした。

同様の結果は、分析対象期間を1992年3月期から2016年3月期までの24年間に拡張して、非金融業に属するすべての上場企業を対象としたヒストグラム、ピンの幅 (bin width) を0.0025に変更したヒストグラム、金融業を含む全サンプルを用いたヒストグラムにおいても観察され、統計的検証においてもその頑健性が確認された。

研究課題 では、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの影響を分析するために、パネルデータを用いた包括的検証を実施した。当初は、エクイティ・スプレッドとアセット・スプレッドに対して利益マネジメント (会計的利益マネジメントと実体的利益マネジメント) がどの程度影響しているのかを統計的手法を用いて解析する予定であった。また、資本市場や会計基準の相違を統制するためにビューロー・ヴァン・ダイク株式会社のOSIRISというデータベースを用いて、わが国ならびに米国、欧州の上場企業をサンプルとした分析も実施する予定であった。しかし残念ながら、研究課題 の完遂には至らなかった。

今後の研究課題としては、以下の2つを指摘したい。ひとつは研究課題 である。研究課題 と研究課題 の実施によって、資本コストをベンチマークとした利益マネジメントの可能性が明らかにされた。そこで、資本コストを達成する具体的な利益マネジメントの手法を紐解く必要がある。また、資本コストの達成がもたらす経済的帰結についても検証する必要がある。利益マネジメントによる資本コスト水準の達成を市場はどのように評価しているのか、また、そのような利益マネジメントが株価や株式リターンにどのような影響を与えているのかといった課題についても順次取り上げていきたい。

次に、資本コストの推定に関する問題である。本研究では、Fama and French (1993) の3ファクター・モデルを用いて資本コストの推定を行った。しかしながら、Fama and French (1993) も指摘するように、CAPMや3ファクター・モデルを用いた資本コストの推定には理論的裏づけがなく、推定値の実証的妥当性も欠如していると認識されている。

この問題を解決する方法として、Lyle and Wang (2014)、小野 (2014)、小野・村宮 (2017) によって取り上げた株主資本の推計手法が挙げられる。彼らは、株式価値を計算するさいに用いる割引率 (投資者による期待リターン) を一定と仮定せずに、株主資本を推計する手法を採用している。この手法は理論的基礎を備えているほか、会計データを用いることで容易かつ正確な推計が可能になるとされている。この手法を用いた追加的検証を引

き続き行っていきたい。

なお、ここで得られた研究成果の一部については書籍の出版ならびに『年報経営分性研究』への投稿をつうじて国内外に広く発信する。また実証分析の結果については、海外ジャーナルへの投稿を予定している。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表](計1件)

「残余利益をベンチマークとした利益マネジメントの可能性」, 日本経営分析学会第33回秋季大会(明治大学), 2017年12月3日。

6. 研究組織

(1)研究代表者

平屋 伸洋 (HIRAYA NOBUHIRO)

明治大学・経営学部・専任講師

研究者番号：50715224