

講演

日本企業の経営者はビジネス活動を通じて利益を調整しているのか?

(第56回東北学院大学経営研究所研究会)

メタデータ	言語: ja 出版者: 公開日: 2024-07-24 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 山口, 朋泰 メールアドレス: 所属:
URL	https://tohoku-gakuin.repo.nii.ac.jp/records/2000303

講演

日本企業の経営者はビジネス活動を通じて利益を調整しているのか？

山口 朋 泰

中央大学商学部教授

皆さん、こんにちは。きょうは東北学院大学の経営研究所、第56回研究会ということで、お招きいただきましてありがとうございます。経営研究所の所長の根市先生はじめ、所員の先生がた、それから、直接私に声を掛けてくださった棚橋先生に厚く御礼を申し上げます。

また、土曜日にもかかわらず面白いのかどうか分からないような話を聞きに来てくれた学生の皆さんにも、厚く御礼を申し上げます。少しでも皆さんに面白いと思ってもらえるような講演にしたいなと思っております。よろしくお祈りします。

本日の報告内容なのですが、大きく二つの部に分かれています。第1部として右上に、先ほど棚橋先生が紹介してくださった『日本企業の利益マネジメント』という本の概要をお話しします。この本は2年前、私が東北学院大学にいたときに出版された本です。その後、ありがたいことに日経・経済図書文化賞、日本会計研究学会太田・黒澤賞、それから日本管理会計学会の文献賞という、身に余る賞をいただきました。本当に自分一人の力ではどうにもならなかったのですが、この本を書いていたとき東北学院大学に在籍してまして、東北学院大学の自由な研究環境のおかげで書けたといっても過言ではないと感じています。本日は、東北学院大学に12年間お世話になった恩返しができればという思いで報告にまいりました。

第2部として、最新の研究成果というのがありまして、そちらに座っている古賀先生と共同研究をしたのですが、ちょうど先日『Finance Research Letters』という雑誌に掲載されまして、その最新の研究成果についても、お話しできたらなと思っています。

最初に言い忘れたんですけど、棚橋先生、過分なご紹介ありがとうございます。第一人者というふうに言われて、だいぶハードルが上がってるんじゃないかなと思って、より緊張感が増したところなんですけど。東北学院大学は私の人生の中で一番長く過ごした組織なので、アットホームな気持ちできょうは報告させていただいたらなというふうに思います。

ちなみに去年、私、集中講義を泉キャンパスでやったんですけど、私の授業を受けたことがあるっていう人？

(中略)

ありがとうございます。うれしいですね。久しぶりです。また、きょうよろしくお祈りします。話のほうを進めていきますが、きょうは2部構成、最初に私の本、二つ目に最新の研究成果、

古賀先生との共同研究の成果をお話しするという流れになっています。

では、まず本のタイトルにもなっているんですけど、利益マネジメントとは何かというお話をします。この利益マネジメントっていう言葉なんですけど、他にも、利益操作とか、利益調整とか、報告利益管理っていうふうにも言われたりするんですけど。経営者が合法的な範囲内で、一般に認められた会計原則の範囲内で、意図的に利益を調整すること、それが利益マネジメントと呼ばれるものです。

法律の範囲内、一般に認められた会計原則、会計基準の中での操作なので、粉飾とか会計不正とか、そういった法律違反ではないんです。しかしその一方で、会計数値をゆがめる可能性があるので、投資家や債権者などの意思決定を誤った方向に導く可能性があると言われています。

では、なぜ経営者は利益を操作するのでしょうか。なぜだと思いませんか。会計数値の中でも、利益は経営者にとって非常に重要だと言われています。損益計算書は経営者にとっての通知表と言われていて、その通知表の点数の良しあしで評価されるんだということです。だから、その通知表の評価が良ければ、経営者自身の経営手腕等も高く評価されるということになります。他にも、この利益数値というのは、投資家の企業価値評価とか、経営者に対する業績評価などによく利用されています。

そうすると、利益数値が株価とか社債の利率、経営者報酬や経営者交代に影響を与えるということになります。一般に利益が高ければ株価が上がって、あるいは社債の利率が下がって、お金を借りるときの利率が低下して、利益が高ければ経営者の報酬が増えたり、あるいは経営者の解任要求の確率が下がったり、そういった経営者にとって有利な結果になると言われています。こう考えると、経営者というのは利益を調整するインセンティブを持っているということになります。

じゃあ、経営者はどういった方法で利益を調整しようとするのでしょうか。皆さんが経営者だとしたら、どのように利益を調整しよう、あるいはできると思いませんか。これには大きく二つのタイプがあると言われています。

一つが、会計的裁量行動と呼ばれる方法になります。これは、期末後に会計上の操作を通じて利益を調整する行動です。会計学を勉強している方は分かると思うんですが、固定資産の減価償却の方法には、定額法、定率法、級数法、生産高比例法、いろいろな方法があります。また、棚卸資産の払出単価の計算方法にも、先入先出法、移動平均法、いろいろな方法があります。どれを使っても相対的な真実で、認められているということですが、どれを使うかで利益の数字が変わってくるということです。

例えば、減価償却費の計算で定率法をずっと使っていたんだけど、定額法に変える。そうすると、減価償却費の金額が変わってきて、結果として利益の数字が変わってくるのが考えられます。それから、貸倒引当金の設定率で3パーセントが実態に近い値と考えられるんだけど、2パーセントしか貸倒引当金を設定しないと。そういった形で会計的な利益の調整が可能ということになります。

もう一つの方法は、実体的裁量行動と呼ばれる方法です。これは、期中にビジネス活動そのものを調整して、利益を操作する方法ということになります。例えば、研究開発費とか広告宣伝費を削減したり、あるいは固定資産を売却したりする。そういった方法で利益を調整することができますよね。

このうち、私が書いた本では、実体的裁量行動のほうに着目しています。なぜ、こちらに着目したのかということについては、また後で、スライドでお話します。ここまで大丈夫ですか。経営者は利益を調整する動機があって、その方法には会計的な方法と、ビジネス活動そのものを動かす方法があるということです。

ここで、実体的裁量行動だと思われるいくつかの事例が新聞記事にありましたので、こちらを見てみたいと思います。まず、この右のほうの、「小野薬品、微増益を確保」というほうですが、「今期 販促費など削減寄与」と見出しに書いてあります。医薬品販売の低迷で売上高は4パーセント減った。でも販売促進費や研究開発費の削減で微増益、どうにか増益を確保したということです。

それから左のほうは、「製薬5社 研究開発費伸び悩む 今期1パーセント増 新薬候補少なく」と書いてあります。製薬大手の新薬開発費用が伸び悩んでいる。新薬候補が少ない上、研究開発費の抑制で利益を確保する狙いもあるようだということです。研究開発費を抑制して、研究開発費を一時中断するとか、あるいは少し控えめにするとかして、その支出、費用を減らして、利益を確保する狙いがあるんじゃないかということが書かれています。

それから右側、東洋ゴム工業に関する記事ですけど、抜粋を読むと、減収というのは収益が減少ということなので、売上高は減ってるということです。減収だが、原材料費の引き下げや販管費削減で経常微増益、経常利益がちょっとした増益になったと。工場移転に伴う費用約30億円を計上するが、資産売却で補い、最終的には黒字を確保したということです。そのままでは赤字になるようなケースでも、資産売却益等を出すことで黒字を確保したと思われる例です。

左側、抜粋を見ます。本田は14パーセント減と見ていた今期の純利益を、2パーセント増の4,650億円上方修正し、一転して増益となる見通しということです。利益が14パーセント減少する予定だったのに、一転して利益が前期よりも2パーセント増えると業績見通しを上方修正したということです。すごいですね。一転して増益となる見通し。これはなぜかということ、効率化による販売費用や研究開発費の削減効果があったんじゃないかということが新聞記事で言われています。このように新聞記事の事例を見ても、経営者は事業活動、ビジネス活動を操作することで、利益を調整することができるということが分かります。

ここまで見てきたように、利益を操作する方法には二つのタイプがあるということなんですけど、経営者はどちらを好んでいると思いますか。これはアンケート調査の研究で結果が出ていて、経営者は会計的な方法で利益を調整するよりも、ビジネス活動を操作して利益を調整するほうを好んでいるようです。

これアメリカの研究だと Graham たちがやってて、日本の企業を対象にした研究だと、須田

先生・花枝先生がやってるんですけど。須田先生・花枝先生の研究だと、どのような方法で目標利益を達成しますかという質問で、財務担当役員に対してアンケート調査を行ったところ、研究開発費や広告宣伝費などを削減するとか、設備投資や新規事業を延期・減額するとか、資産を売却して売却益を計上するといった、ビジネス活動そのものを動かして利益を調整するということについては、結構なパーセンテージの経営者が賛成しているということが報告されています。

一方、会計上の費用処理を遅らせるとか、会計上の見積もりを変更して、引当金等の額を調整するとか、経営者は会計的な操作にあまり乗り気じゃない。賛成している経営者は10パーセント前後だということが分かります。

皆さん想像してください。なぜ経営者は、会計的な方法よりも、ビジネス活動を操作する方法を選ぶのでしょうか。答えを見ようとしている人がいますけれども（笑）。そうですね、めくった所に答えがあります。

実体的裁量行動が好まれる理由。まず、会計的な方法で利益を調整すると、会計監査人にうるさく言われそうだっていうことです。「監査人は企業の会計政策を批判することはできるけど、通常のビジネスプロセスの中で行われる目標利益達成のための実体的な経済活動に異議を唱えることは難しい」と。会計的な方法で利益を調整しようとする、例えば減価償却の方法で定率法から定額法に変えるとかっていうことをやると、会計監査人にうるさく言われる可能性が出てくる。一方でビジネス活動を操作したところで、なんで今年こんなに研究開発費削減したのかっていうふうに、監査人に言われることはないだろうということなんです。

それから、「会計的裁量行動のほうが、監査人や規制当局から、詳細に調査される可能性が高い」ということも言われている。結局、経営者は監査人とか規制当局から詳細に調査されることを恐れて、会計的な方法よりも実体的裁量行動を好むのだということなんです。特に会計的裁量行動の場合は、会計的な見積もりという意味では、法律の範囲内での調整なのか、それとも法律違反にまで達するレベルの調整なのかという判断が難しいことがあります。そういったところで、監査人は注目して調べようとするという傾向があるので、ビジネス活動の操作を好むということのようです。

これを研究することの重要性ですが、まず先ほど言ったように、実体的裁量行動は経営者に好まれる傾向がある。それにもかかわらず研究が少ないんです。会計学の研究の分野でいうと、会計的な方法での利益操作っていうのはたくさん研究されているんですけど、ビジネス活動を通じた利益の調整というのはあまり研究がやられてないんですね。

それから、近年の会計規制の厳格化です。2000年以降どんどん会計基準が変わってきて、会計規制が厳しくなっています。内部統制とかもだいたい厳しくなってきて、会計的裁量行動の実施が困難になってきているということがあります。会計的裁量行動が難しいなら、実体的裁量行動に手を出そうとか、そっちのほうをやりようという形になりやすい。

一方で実体的裁量行動というのは、ビジネス活動を操作する、研究開発費を削減してしまう、広告宣伝費を削減してしまうというのは、あんまり企業の将来にとって良くないんじゃないかっ

ていうのは、皆さん想像できると思うんです。実際に、実体的裁量行動は企業価値に悪影響を及ぼす可能性が高いと言われていています。そう考えると、実体的裁量行動を早急に解明する必要があるんじゃないか、と考えて研究しました。

次に、どのような方法で研究を行っているのかということについてお話します。研究手法としては、アーカイバル・データを用いた実証研究と呼ばれる手法で研究を行っています。これは、大量のデータを使って定量的な分析を行う研究手法です。財務諸表のデータや株価のデータといったデータを集めて、それを統計ソフトで分析するという方法で分析しています。

使用するデータベースはここに書かれているものなんですけど、例えば財務データ、株価データ、業績予想のデータは、『NEEDS-FinancialQUEST』という、日経メディアマーケティングという会社が出しているデータベースを使っています。それ以外は、ここに書かれているようなデータを使っています。

それから、サンプル選択の基準なんですけど、2000年から2013年までの期間をサンプル期間としています。もう2023年なんで、今から考えると古いんですが、この研究自体が、大学院生のときから始めて、東北学院大学在籍中の研究なので、2013年までのデータになっています。あとは、『日本企業の利益マネジメント』というタイトルの本なんですけど、上場企業を対象としています。日本の企業の99パーセントは中小企業だと思うんですが、データが取れないので上場企業に絞って分析をしています。それから、金融業に属してない企業です。他には日本の会計基準を採用している企業を使っているとか、そういった基準でサンプルを選択しています。サンプルサイズは約2万ということですが、分析によって多少違います。

次、行きます。ビジネス活動の操作を対象とするということですが、具体的にどんな行動を分析対象としたかというところ、3タイプの実体的裁量行動に焦点を当てています。一つが、売上操作。これは一時的な値引販売によって販売数量を増やして、売上高や利益を増加させる行動です。それから二つ目が、裁量的支出の削減。経営者の裁量で調整可能な研究開発費とか、広告宣伝費などの支出を削減して利益を増やす行動です。3番目として過剰生産という行動を検証しています。製品を過剰に生産し、多数の製品への固定製造間接費の配賦を通じて、製品1単位当たりの原価低減を図ることで利益を増やす行動です。

過剰生産はイメージが湧かないかもしれないんですけど、たくさん作れば作るほど固定費部分が大量の製品に配賦されていくわけです。そうすると、1個当たりで見ると固定費が削減されるので、1個当たりの製品単価が安くなって、それが売れていけば利益がその分増えるということです。たくさん作れば固定費が薄くなって、原価低減が図れるということです。

これらを実際にどうやって分析しているのか。実際に経営者の所に行って、研究開発費を削減してる現場とか、過剰生産を行ってる現場とか、値引販売を行ってる現場とかって見れないですよ。その代わりにどうするかというと、これら三つの行動が起こった場合、財務数値に異常な変化があるだろうと考えて、それを利用して分析を行います。

この米印の所です。これらの行動を実際に観察することは困難なので、各行動と関連する、会

計数値の異常な水準を推計して分析を行う。上のほうに売上操作をやった場合、こういう異常な財務数値になるという説明があるんですけど、それをここで理解するのは、まだなかなか難しいかもしれないので、ここだけ覚えていただきたい。

売上操作とか過剰生産があると、営業キャッシュ・フローが異常に低くなって、あるいは製造原価が異常に高くなる。一方で、裁量的支出の削減を行った場合、研究開発費とか広告宣伝費とかいった裁量的費用が異常に低くなるんだということです。この財務数値の異常な変化を捉えて把握することになります。それで、今から営業キャッシュ・フローと裁量的費用と、製造原価の異常な水準を捉える方法について説明します。

分らないですよ。使用モデルって書いてあるんですけど、(1)はCFOって書いてあるでしょう。これが営業キャッシュ・フローのモデルといわれる回帰式です。(2)DEと書いてあるのが、裁量的費用のモデルといわれるものです。(3)のPDというのが製造原価のモデルになります。この各モデルを同じ産業、同じ年度のグループごとに最小二乗法で推定を行って、その結果の残差といわれるものを異常な水準として捉えるという作業をしています。

学生の皆さん、今からここで計量経済学とか統計学を私が教え理解してもらおうというのも、なかなか難しいので。分かっていたきたいことは、この三つのモデルというものを使って、営業キャッシュ・フローと裁量的費用と製造原価の異常な部分を抽出しようとしているということぐらいいは頭に入れてください。そうすると、営業キャッシュ・フローが異常に低いとか、製造原価が異常に高いという現象が見られれば、それは売上操作とか過剰生産の証拠だねと。裁量的費用が異常に低いという結果が得られたら、それは裁量的支出削減という行動の証拠だねということで理解してください。

分析の観点についてですが、三つの観点から分析を行っています。実施状況。実体的裁量行動は実施されているの？経済的帰結。実体的裁量行動はどのような経済的影響をもたらすの？要因。実体的裁量行動はどのような要因に影響を受けるの？こういった三つの観点から体系的な解明を試みています。

早速、実施状況から検討していきたいと思います。まず、経営者はどのような利益数値を目標としているのだろうかということを検討していきます。その後、目標利益を達成するために、売上操作とか裁量的支出の削減とか、過剰生産とかを行っているのかということを分析していきます。

先行研究では、利益ゼロ、前期利益、経営者予想利益という利益ベンチマークと呼ばれるものに着目しています。これらを達成できなかった場合に経営者の報酬が下がったり、経営者が解任されたり、株価が下落するとか、経営者あるいは企業にとって好ましくない結果をもたらすということが分かっています。なので、経営者は損失を回避する、減益を回避する、経営者予想利益を達成するために、利益を調整するインセンティブがあります。もし、損失を回避しようとか、減益を回避しようとか、経営者予想利益を達成しようと思うなら、こういったベンチマークをギリギリで達成するような企業が多いんじゃないかということが考えられます。これは次のページ

で確認します。

これはもう先行研究で1995年と1997年のアメリカの研究からずっと、アメリカ以外の国でも、日本でも既に私よりも前に多くの研究者が、こういった利益分布というものを作って、利益操作の証拠として提示しているわけですが、私もあらためて分析をしています。

まず、左上のパネルAというのは利益水準の分布です。縦軸が企業のサンプルのサイズです。横軸が当期純利益を総資産で割ったROAだと思ってください。このゼロを境に点線が伸びてるとするんですけど、ゼロを境に右側へ行けば行くほど高い利益、ゼロを境に左に行けば行くほど損失が大きくなるということです。このゼロのすぐ右、点線の右側というのがギリギリ利益の企業ということです。統計的に標準化差異というものを算定して、その黒で塗られてる部分の両隣の企業の数を経待値とした場合に、異常に大きいかどうかということを調べています。

黒く塗られているギリギリ利益の所は、統計的に異常に大きいということが分かりました。そうすると、この黒い部分っていうのは、本当は損失だったんだけど、それを回避するために何かしらの調整をして、黒いグループに入るために利益を調整したんじゃないかということが考えられます。

パネルBは、利益変化の分布です。当期の純利益を前期の純利益で引いて、期首の総資産で割っています。縦軸はサンプルのサイズで、横軸は利益の変化です。ゼロを境に右側へ行けば行くほど大きい増益で、左へ行けば行くほど大きい減益になる。黒く塗られている部分はギリギリ増益の企業ということで、これらの企業も統計的に異常に大きいということが明らかになっています。

パネルCは予想誤差の分布で、当期純利益から予想された純利益というものを引いて、期首総資産で割ってます。そうすると、縦軸はサンプルサイズで、横軸がこの予想誤差なんですけど、この点線を境に右側が予想利益を達成してるグループで、点線を境に左側は予想利益を達成できなかったグループになります。やはりギリギリ予想利益を達成したグループが異常に多いということが統計的に分かっています。

そうすると、これらの黒く塗られた企業グループっていうのは、パネルAでいうと損失を回避するため、パネルBでいうと減益を回避するため、パネルCでいうと予想利益を達成するために何らかの利益を増やす操作をしているんじゃないかと考えることができるので、この黒く塗られた企業グループにさっき言った利益増加型の実体的裁量行動が観察されるかどうかというのを検証しました。つまり、さきほど言った、営業キャッシュ・フローが異常に低いとか、そういう数値が観察されるかどうかというのを検証しています。

詳細は省きますが、予想どおりギリギリ利益、ギリギリ増益、ギリギリ予想利益を達成した企業に、実体的裁量行動の証拠が観察されたということで、日本企業の経営者は損失回避、減益回避、予想利益達成のために実体的裁量行動をやっているようだ、と解釈できます。

次に、実体的裁量行動の経済的帰結ということで、実体的裁量行動を取った後、企業の将来業績や株価がどうなるのかというお話です。以前から、実体的裁量行動をすると、企業価値に悪影響を及ぼすということが指摘されてきました。ただ、実際どうなのかは、調査してみないと分か

らないわけです。分析してみないと分からないのですが、今回分析対象とした3タイプの実体的裁量行動が将来業績にどのような影響を与えようかということを考えてみたいと思います。

まず売上操作というのは、次期以降に販売できる可能性がある商品を、当期に値引きして販売してしまうことを意味します。それは、当期の利益を増やすけど、次期以降の売上高や利益を減らす可能性がありそうです。

それから、研究開発費とか広告宣伝費、そういった支出を削減したらどうなりそうですか。長期的には技術水準とかブランド価値等が低下して、競争力を失って、将来の収益獲得能力を阻害するんじゃないかと予想できます。

それから、過剰生産を行った場合、原価低減を通じて当期の利益が増えますね。でも、たくさん作り過ぎて多くの在庫を抱えそうですよね。それは、(1)の値引販売による売上操作を誘発したり、売れ残った場合には、それ以降の保管費用とか評価損を追加的に発生させたりしそうですよね。検討した結果、今回、分析対象としている実体的裁量行動は、将来業績にマイナスの影響を及ぼすと考えられます。

次に考えたのが、仮に将来業績にマイナスの影響を及ぼすとして、どういった企業でその影響が強くなりそうかということです。一つ目が、会計的裁量行動の実施が困難な企業ということです。二つの利益調整の方法のうち、会計的な方法で利益が調整できないなら、実体的裁量行動をやらうと経営者は思いそうです。会計的裁量行動の実施が困難な企業が、やむにやまねずやったような実体的裁量行動というのは、悪影響が大きいんじゃないかということです。

もう一つが、利益ベンチマークを達成するために、実体的裁量行動を実施した企業です。先ほど損失回避とか減益回避のために実体的裁量行動をやると言いましたが、その背景には利益ベンチマークを達成できないと報酬が下がったり、解任要求が来たりとか、そういったことがあるので利益ベンチマークを達成しようと経営者は思うわけです。だから、自分自身の利益のためにやるような実体的裁量行動というのは、業績により大きく悪影響を与えるのではないかと考えて、利益ベンチマークを達成するために実体的裁量行動を実施した企業については、将来業績に及ぼすマイナスの影響が大きくなると予想しました。

分析結果を見てみましょう。予想通り、実体的裁量行動は将来実績にマイナスの影響を及ぼします。特に、会計的裁量行動の実施が困難とか、利益ベンチマークを達成するために行われた実体的裁量行動は、やはりマイナスの影響が大きいということが分かりました。

今度は株価への影響を考えてみたいと思います。株価に及ぼす影響を検証するに当たって、経営者予想利益に着目することにしました。この辺は棚橋先生が大変お詳しいところだと思うんですけど、経営者は決算短信というものを出して、それは、その会計期間のタイムリーな業績を出すんですけど、それと同時に次期の業績予想を発表するんです。経営者自身が、次年度の利益はこれぐらいの金額になりそうだという、予想利益を出すんです。

なぜここに着目するかというと、経営者の業績予想というのは、株式市場で企業評価に利用される傾向がある。つまり株式市場は、その企業が経営者自身の予想利益を達成したかどうかとい

うことに注目している傾向があると。さらに、アナリストが利益予想を行う際の基礎にもなっていると。

日本企業に対するアンケート調査の結果では、日本企業の経営者は、この予想利益を達成することで株式市場から信頼が得られるというふうに考えている。つまり株式市場は、経営者予想利益を達成したかどうかに関心しているということです。

だから、まず実体的裁量行動とは関係ありませんが、経営者予想利益を達成した企業が株式市場で高く評価されるかどうかということを確認しました。結論から言うと、経営者予想利益を達成すると株式市場で高く評価されるということが分かりました。その上で、もし、この経営者予想利益を実体的裁量行動で達成した場合、企業はどのように評価されるのかということを考えてみたいと思います。

先ほど述べたように、利益ベンチマークを達成するために実施された実体的裁量行動というのは、将来業績にマイナスの影響を及ぼす傾向があります。投資家はその実体的裁量行動を見抜いていて、その経済的影響を予測しているならば、経営者予想利益の達成に対する高い評価を割り引くだろうというふうに考えました。予想としては、実体的裁量行動を実施して経営者予想利益を達成した場合、予想利益達成に対する市場からの高い評価は低下すると予想できます。

さあ、大丈夫ですか。もう一回ここだけ、今何を見てきたかという、まず経営者が自社の予想利益を出すんだけど、その予想利益を達成したかどうかを株式市場は注目しているということです。そして、株式市場が予想利益の達成を高く評価しているかというのを、株価を使って分析するということです。結論は、予想利益を達成すると高い評価をするんですけど、もし実体的裁量行動の実施による予想利益の達成だとしたら、市場はどう判断するかということ进行分析しています。

分析結果。繰り返しますが、まず予想利益を達成した企業を株式市場は高く評価しているということです。また、実体的裁量行動を実施して予想利益を達成した場合、市場からの高評価は低下するということです。すなわち、市場は実体的裁量行動をある程度見抜いており、将来業績の悪化を予想し、株価に反映させているだろうということが言えます。

この分析では、会計的裁量行動についても分析したんですけど、もし会計的裁量行動で予想利益を達成した場合どうなるかという、予想利益達成に対する株式市場の高評価は低下しないという結果が出ました。

この点については、ここに書かれているように二つの解釈が可能です。一つは、市場は会計的裁量行動を見抜いてない、分かってないという解釈。

もう一つは、市場は会計的裁量行動を見抜いているが、問題ないという解釈。この辺は小野先生が詳しいので、後で教えていただきたいと思うんですけど。投資家はいろいろなタイプがいるんで、例えば、洗練された投資家か、そうではない投資家かに分けると、また新たな分析ができるのかなというふうに思うのですが、平均的には会計的裁量行動を見抜いてないか、見抜いてるけど問題ないと考えているという結果が得られました。

最後に、実体的裁量行動はどのような要因に影響を受けているのかということで、たくさん分析したんですけど、全部お話ししていると時間がなくなるので、経営者交代、経営者の自社株保有、証券発行、この三つに絞って実体的裁量行動と関連しているかを調査した結果をお話したいと思います。

(小休止)

次、要因です。ここまで、実施状況と経済的帰結について見てきました。実体的裁量行動は、損失回避、減益回避、経営者予想利益達成のために実施されてるということと、経済的に悪影響、将来業績も悪化するし、株式市場からも株価がディスカウントされるということが分かりました。

では、なぜ経営者は実体的裁量行動をやろうとするのかということ进行分析していくと。まず経営者交代について。古くから経営者は在職中の企業経営にのみ関心を持つと言われていました。もちろん、そういった経営者ばかりではないと思いますが、退任後の企業業績には直接的な関心を持たないため、株主の富を犠牲にして、在職期間中に自己の富を増加させる意思決定をする可能性がある。要は、自分が在職してる間だけ業績が良ければいい。退任した後はノータッチと考える経営者がいますよってことです。利己的な経営者だとしたら、そうなるでしょう。

日本企業の経営者報酬契約の多くは明示的ではないが、会計利益が高いほど経営者報酬が増加する傾向にあるということが知られていて、利益額いくらだったらこの報酬あげますよっていう契約は日本ではあんまりないんだけど、平均的に言うと、会計利益が高ければ高いほど報酬が上がるということが分かっています。そうすると日本でも、交代直前の経営者ってというのは、最後の報酬、ラストボーナスをゲットするために、実体的裁量行動を実施して利益を増やそうとするんじゃないかという予想です。分析の結果は予想どおりでした。

次に、経営者交代のタイプによって、退任直前の経営者の実体的裁量行動は変わるかというのを考えました。経常的交代と強制的交代に、経営者交代のタイプを分類して比較しました。経常的交代というのは、定年退職とか任期満了とかで退職し、社長を終えた後も会長とかの形で代表権を持つ役員として残留するケース。日本では結構一般的なケースです。強制的交代というのは、業績悪化とか不祥事等で、解任や引責辞任などのケースで、退任後は会社からいなくなるケースです。

どちらのほうが、より退任直前に実体的裁量行動をしそうですか。これ、強制的交代のほうがなんです。なんでかという、経常的交代の場合ってというのは、社長を退任した後もその会社に残るんです。だから、社長を退任した後も経営に責任を持たなければいけないので、社長退任直前だからといって利益を増やすような操作をしてしまうと、将来業績が悪化するので、そういった行動は避けると考えられます。

一方で、強制的に交代させられる場合、先行研究で言われているのが、強制的交代は業績悪化に起因して起こりやすいと。業績が悪化しているケースでは、どうにか利益を増やそうとするん

じゃないかと考えられます。そこで強制的交代となる退任直前の経営者ほど実体的裁量行動を実施すると予想しましたが、予想どおりの結果は得られませんでした。経常的交代と強制的交代で、実体的裁量行動の程度に差はないという結果でした。これについては、なぜこういう結果が出たのかよく分からなかったので、さらなる分析が必要だと考えています。

次に、新しく入ってくる社長の出身で変わるのかということを考えました。新任経営者の出身が、内部出身者か外部出身者かで変わりそうかと。内部出身者というのは、その会社に就職して、平社員、係長、課長、部長というふうに昇進して行って、社長に上り詰めた場合です。入社後、長期間で経営者になった人を想定しています。外部出身者というのは、専門経営者、銀行や親会社からの出身で、入社後短期間に経営者になった者を想定しています。分析上は、入社して1年以内で経営者になった人を外部出身者、それ以外を内部出身者というふうに分類しています。

業績悪化企業ほど外部出身者が就任する傾向があるので、外部者就任の場合、業績悪化による強制的交代を回避するために、退任前の経営者は利益を増やそうとした可能性がありますよということです。それから、外部出身者に経営の実権を握られる場合、経常的交代で、会社にそのまま会長とかとして残ったとしても、退任後の裁量行動への関与は難しくなるので、経営者は退任前の報酬を増やすために利益を増やすインセンティブは高いと考えられます。予想としては、新任経営者が外部出身者の場合ほど、退任前の経営者は実体的裁量行動を実施するというふうに予想して、予想どおりの結果を得ました。だから、経常的交代か強制的交代かっていうことでは差がなかったけど、新任の経営者が内部の人か外部の人かによって、実体的裁量行動の程度が変わってくるということです。

次に、経営者の自社株保有が、実体的裁量行動に影響を与えそうかということです。経営者の自社株保有には、相反する二つの効果が予想できます。アライメント効果とエントレンチメント効果という二つの効果です。

まず、アライメント効果というのは、経営者が株式を持てば、経営者自身が株主になるので、株主の利益に反するような行動を取らないという効果です。株主のために行動するインセンティブ、これを努力インセンティブと言いますが、経営者自身が株主だとこれが強くなりますよね。

もう一つがエントレンチメント効果と呼ばれるもので、経営者自身が株式、自社の株式を多く所有するほど、議決権が多くなることで、経営者の解任とか敵対的買収とかいった規律付けが働かなくなって、努力インセンティブが弱くなるという見解です。

Morck たちが、この二つをうまく組み合わせた見解を示しています。アライメント効果は経営者持株比率のあらゆる範囲で生じるが、エントレンチメント効果は経営者の地位が強固となるような、持株比率がある程度大きい範囲で生じる。ただし、解任や敵対的買収の脅威がなくなる持株比率 50 パーセントに近づくとつれて、エントレンチメント効果は低減し、50 パーセントに達するとエントレンチメント効果の発現は見込まれない。

まとめると、持株比率が低い範囲ではアライメント効果が生じて、中間範囲ではエントレンチメント効果が生じて、高い範囲では再びエントレンチメント効果が生じるというふうに考えられ

るということです。Morck たちはこれに沿う結果を示しています。

それでは、実体的裁量行動についてはどうか。日本の実体的裁量行動と経営者の株式保有の関係はどうかというのを見ていきます。実体的裁量行動は将来業績や株価を悪化させる行動なので、努力インセンティブに反する行動だろうと想定して分析を行いました。

分析の結果、売上操作と過剰生産については、経営者持株比率が高いほど実施されないということが分かりました。アライメント効果と整合的、つまり経営者が自社株を持つと、経営者自身が株主になるので、株主の利益に反するような行動は取らずに努力するということです。

一方で、裁量的支出削減行動については、Morck たちが言ってる議論と合うような結果が得られました。ですが、中間範囲のエントレンチメント効果が強いものではなく、全体的にはアライメント効果が強いという結果でした。要は、アライメント効果が強いという結論になります。経営者自身に自社株式を持たせると、経営者自身が株主になるので、株主の利益に沿うような行動をするということです。

次に、証券発行です。株式会社は、資金調達をするときに株式を発行したり、社債を発行したりして資金を調達します。株価は高ければ高いほどいいよね。時価発行増資とって、発行時の株価が高ければ高いほど同じ数の株式を発行しても、多額の資金を調達できます。それから、社債の金利も、これはお金を借りるときの金利なので、低ければ低いほどいいですよ。通常、利益が高ければ高いほど、株価は上昇し、社債の金利は低下します。そう考えると、より高い株価、より低い社債の金利で経営者は資金調達したいので、利益を増やすような行動を取るんじゃないかと予想されます。

そこで、次年度に公募増資や社債発行を予定している企業の経営者は、利益増加型の実体的裁量行動を実施すると予想して、予想どおりの結果が得られました。次の年に証券発行を控えている企業の経営者は売上操作、裁量的支出削減、過剰生産といった行動で利益を増やしているということです。

ただ、これで一時的に株価が上がったとしても、さっきのお話だと、経営者予想利益達成の場合でも、市場は利益増加型の実体的裁量行動をディスカウントするので、いずれディスカウントのあおりを食うわけですけど、証券発行の直前に利益増加型の実体的裁量行動を実施するという結果が得られています。

第1部をまとめます。実施状況。日本企業の経営者は、損失回避、減益回避、予想利益達成のために、実体的裁量行動を行っています。経営者は、これらの利益ベンチマークを達成できなかった場合のペナルティを意識して、利益を調整していると考えられます。

従って、皆さんが財務諸表分析を行うときに、利益ゼロ、前期利益、予想利益をギリギリで達成した企業は、将来業績を悪化させる実体的裁量行動を実施した可能性が高いので、注意が必要ということになります。皆さん、興味があったらぜひやってみてください。ギリギリ利益とかの企業を調べて、他の企業よりも将来業績が悪化しているのかどうかとか、調べてみるといいと思います。

次に、経済的帰結。実体的裁量行動は将来業績を悪化させるので注意してください。株式市場は予想利益達成の高い評価を、実体的裁量行動を実施した場合にはディスカウントします。株式市場は実体的裁量行動をある程度見抜いて、将来業績に対する悪影響を考慮して企業評価してるようです。

最後に、要因。経営者交代や証券発行の前年度において、経営者は実体的裁量行動を実施する可能性が高いです。ですから、次年度に経営者交代とか証券発行といったイベントが予想できる場合、その年度に実体的裁量行動を実施する可能性が高いので、注意する必要があります。

それから、経営者は自社株の保有比率が高いほど、実体的裁量行動を実施しないという結果が得られました。これを実務に応用しようとすれば、最近ストックオプションなどの形で、経営者に株式報酬を与える企業が増えてますが、経営者に自社株式を持たせることで、将来業績悪化につながる実体的裁量行動を抑制できる可能性があります。

(中略)

最新の研究成果ということで、古賀先生と共同研究させていただきました。ありがたいことに、この『Finance Research Letters』という雑誌について先日掲載されました。インパクトファクターという雑誌の影響度を示す値が10ぐらいあって、ファイナンス分野では今年トップの雑誌なんです。

『Does mandatory quarterly reporting induce managerial myopic behavior? Evidence from Japan』っていうタイトルで、直訳すると、『四半期開示の義務化は経営者の近視眼的行動を誘発するのか？』っていうタイトルです。近視眼的行動というのは、目先の業績を高めるためだけに将来の業績を犠牲にするような行動のことです。

なぜ古賀先生と共同研究するに至ったかということ、今年の1月に私、集中講義で泉キャンパスに来てまして、その際に棚橋先生が幹事で懇親会を開催してくれて、その中に古賀先生もいたんです。その帰り道に、何の気なしに古賀先生に、結構研究分野が近いので、「よかったら今度一緒に研究しましょうよ」というふうに気楽なノリで声を掛けたんです。古賀先生は他にもたくさん共同研究されてるので、お忙しいから2、3年ぐらいで共同研究できたらいいかなと思ってたんですけど。もう翌日には古賀先生からメールが来て、「テーマ何にしますか」という、確かメールだったと思うんですけど。

さすがだな、仕事が早いな、やる気がみなぎってるなという感じで、じゃあ早速やりましょうということで。日本語でやりますか、英語でやりますかっていう相談したら、どうせやるなら海外の雑誌にチャレンジしましょうということだったので、分かりました、じゃあ頑張ろうということでやり始めたんですけど。結構、私、前期の授業が多くて、4月から忙しくなるから、2月から3月の春休み中に頑張って分析も執筆もしてしまおうと。結果がそれなりに出た段階で、もう論文を完成させてしまおうという計画を立てました。

短期集中で、国際雑誌で勝負するなら、2人の得意分野を掛け合わせるしかないっていうふうに思ったんです。古賀先生はディスクロージャー制度に詳しくて、当時、四半期開示の先行研究のレビューを書かれていて、その辺に興味があったので、それと私の得意な実体的裁量行動を組み合わせた研究だったら、海外で勝負できるんじゃないかと直感で思いました。

四半期開示ということなんですが、四半期開示って分かりますか。1年を四つに分けて、3カ月に1回ごとに報告書を出していくんです。この制度が始まったのは、わが国では2004年3月期に証券取引所の規制によって、四半期決算短信っていうのが導入されて、2009年3月期から金商法によって四半期報告書っていうのが導入されました。それまで行われていた1年に1回の報告とか、半年に1回の報告とかよりもタイムリーな情報を投資家に提供できるという触れ込みで入ってきたわけです。

その一方で、企業にとって3カ月に1回この開示書類を作るというのは、負担が大きい。3カ月に1回業績の情報が開示されて、投資家の意思決定がそれによって変化するので、投資家の短期志向、業績が上がったから株を買う、業績が下がったから売るといような、そういった短期志向を加速させるのではないかと。そうすると経営者が、目の前の業績を高めるためだけの行動、近視眼的行動をするようになるんじゃないかという指摘があったんです。

そういったことがあって、各国で四半期開示の廃止が検討されました。EUでは既に廃止が決定されていて、アメリカではトランプ前大統領がTwitterで廃止についてつぶやいたんだけど、まだ廃止には至ってない。シンガポールでは、2020年に一部の企業を除いてすでに廃止されています。

日本ではどうかというと、岸田文雄首相が2021年10月の所信表明演説で四半期開示の見直しに言及しました。それによって四半期決算短信と四半期報告書という二つの制度のうち、四半期報告書を廃止して、決算短信に一本化しようということになったんです。

なぜ両方廃止にならなかったかということ、両方廃止にしてしまうと企業情報の透明性が低下する。海外の投資家等から見向きもされなくなり、投資対象から外れてしまう恐れがあるということなんです。なお、決算短信への一本化は2023年に法律の改正を目指して、2024年に施行予定ということになっています。

完全廃止には至らずと言っているんですが、実は、さらに議論が進んで、ここの2024年度以降というところに書かれているように、現状、四半期報告書が廃止されて、四半期決算短信に一本化ということなんですが、将来的には四半期決算短信もなくそうっていうことが検討され始めているらしいです。その代わり、何か財務数値に大きな影響を与えるような事象が起きたら、その都度開示するようにすればいいじゃないっていうふうに、制度が変わるかもしれないということなんです。

この四半期決算短信も義務化を廃止することについては、市場関係者の65パーセントが反対しているとのことなんです。やはり今の世の中、企業環境の変化というのは激しいので、3カ月に1回ぐらいの開示は必要だろうという意見です。一方で31パーセントが賛成。四半期開示を義務

化することで、短期的な投資がやはり増えているというのが市場関係者の意見です。

さあ、皆さんどう思います？この3カ月に1回の業績開示によって、投資家の行動が短期志向になって、それによって経営者の目先の利益を上げようっていう行動が増えると思いますか。企業の業績が短期的に開示されて、投資家の意思決定が短期的になって、短期的な業績に対するプレッシャーが経営者にかかって、経営者が近視眼的行動を取るという思考プロセスなんだけど、これまでの分析では、まだ見解が一致してないんです。未解決の課題だと言われてます。

先行研究では意見が分かれています。欧州企業や米国企業では、やはり近視眼的行動が増大している。英国企業では近視眼的行動は増大していない、変化がなかったと言うべきですかね。日本企業を分析した研究に藤谷（2020）というのがあって、これは東京経済大学の藤谷先生が行った研究なんですけど、これ新聞に載ってるんです、日経新聞に。われわれももう少し早く調査すれば、ここに古賀・山口と掲載されたと思うんですけど、一歩遅かった。

その藤谷の分析だと、近視眼的行動が減少したという結果が出ています。藤谷は設備投資の数値を使って近視眼的行動を測定しているんですけど、実体的裁量行動もまさに近視眼的行動の一つで、これまで分析されてないじゃないかということになり、古賀先生と話し合っただけで分析を開始しました。

分析内容についてお話しします。四半期開示が義務化された上場企業は近視眼的行動が増えたのか。四半期開示と近視眼的行動の関係は、近年増加している外国人株主の存在に影響を受けるかといったことを分析しました。

ポイントとして、これまでの研究と違うのは、近視眼的行動について、売上操作、裁量的支出の削減、過剰生産という利益増加型の実体的裁量行動の程度で測定したということです。設備投資で分析した藤谷と同じ結果が出るかどうかということなんですが、藤谷とは反対の結果が出ました。

四半期開示制度の義務化以降、上場企業において利益増加型の実体的裁量行動が増加していたということです。四半期開示が義務化された後で、実体的裁量行動、近視眼的行動は増えていた。目先の業績を上げるためだけの行動が増えていたという結果を得ました。この分析結果は、四半期開示の義務化によって株式市場からの短期的業績に対する圧力が強まったため、上場企業の経営者が近視眼的行動を実施したことを示唆しています。

さらに、近年増加している外国人投資家の観点からも分析を行いました。四半期開示の義務化以降における利益増加型の実体的裁量行動の増大は、外国人持株比率が高いほど顕著になるという結果を得ました。この分析結果は、外国人持株比率が高いほど株式市場からの短期業績に対する圧力がより一層強くなって、四半期開示の義務化以降の近視眼的行動が促進されたと解釈することができます。

まとめ。四半期開示の義務化によって、経営者の近視眼的行動は増大する。この効果は、外国人持株比率が高いほど強くなるということです。外国人投資家は、物言う株主が多いと言われてるんです。企業の経営戦略とか配当政策とかに積極的に口出しする、また株式を短期的に売買

する傾向があるので、国内の投資家と比べると、経営者に対して業績に対する強い圧力をかけているというふうに言われているんです。

結局、藤谷と逆の結果だったんです。藤谷は設備投資で分析して、近視眼的行動は減少するという結果だったんですけど、われわれが実体的裁量行動で分析すると、経営者の近視眼的行動が増大するという結果になりました。

貢献。現在、日本を含む世界各国で四半期開示の副作用に対する懸念から廃止が検討されているけれども、その議論に有益な資料を提供しているということです。ただ、われわれの結果が全てではなくて、実証分析というのはたくさん研究があって、その積み重ねで政策に対して提言できるものだと思っています。ただ、少なくともわれわれの結果は、四半期開示にはネガティブな影響があるということを示しています。

最後に、共同研究を振り返ってということで、未経験の掲載スピードって書いてあるんですけど。今回、古賀先生と共同研究をやって、1月から構想を始めて、7月にはもう雑誌に掲載された、わずか半年で掲載されたっていう、これはもう本当に異常な速さで。普通、国際的な雑誌に載せようと思うと、構想から掲載まで3から5年、オリンピック1回分ぐらいはかかるのが普通なんです。

なんでかっていうと、構想して、分析して、論文を英語で書いて、それを提出する。提出したらすぐ載るんじゃないんです。そこで、同じような研究をしてる世界各国にいる研究者にレビュー、査読という審査をしてもらって、ああでもない、こうでもないっていう意見をもらうんです。ここを修正したら載せてあげるとか、載せませんかそういうことを書いてくれるんですね。今回ありがたいことに、建設的な意見をくれるすごくいいレフェリーに当たって、2回のやりとりだけで載ったんですけど、普通3から5年はかかります。

ちなみに、恥ずかしい話なんですけど、私が2014年、東北学院に来て、まだ2年目か3年目ぐらいのときに構想して1人で書いた論文が、ようやく去年雑誌掲載されました。これが6、7年ぐらいかけてようやく載ったっていう研究だったんですけど、今回、古賀先生とやった研究は半年で掲載された。

なんでかなって考えたときに、やはり社会的な関心の高さ、四半期開示制度を廃止するかどうかということに対する、社会的な関心の高さというのがまずあった。それから、短期集中で2人の得意分野でやったこと。査読を受けて改訂できる期間が普通は2、3カ月用意されるんですけど、3週間で修正しなさいと雑誌の編集長から言われました。そのペースでやるには、2人の得意分野じゃないと絶対間に合わない。あとは運が良かった。先ほど言ったように、良い査読者に当たったっていうことです。掲載を前提に建設的な意見をくれる良いレフェリーでした。

共同研究第1弾を終えたということで、第2弾もやろうという話になっているので、第1弾を終えてということなんですけど。お互いの研究分野は近いんですけど、お互い知らないところを知っていたりして、新たな知識を得ながら研究できて非常に良かったです。また、協力して査読者のコメントに対応できたので大変心強かったです。

日本企業の経営者はビジネス活動を通じて利益を調整しているのか？

最後に参考文献が載せてあります。ここのKoga and Yamaguchi って書いてあるのが今回載った論文なんですけど、この URL にアクセスしてもらくと、8月20日までだったら無料でダウンロードできますので、興味のある方は読んでみてください²。ということで、ギリギリ5分前になってしまいましたが、以上で終わります。ご清聴ありがとうございました。

2 Koga, Y., and T. Yamaguchi. 2023. Does mandatory quarterly reporting induce managerial myopic behavior? Evidence from Japan. *Finance Research Letters* 56, 104142.