

## 2019年度 若手・女性研究者奨励金 レポート

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 －趨勢変動する資本コストを用いた実証分析－
キーワード	①資本コスト、②利益マネジメント、③スプレッドの罫

### 研究者の所属・氏名等

フリガナ 氏名	ヒラヤ ノブヒロ 平屋 伸洋	所属等	明治大学 経営学部 専任講師
プロフィール	1981年宮崎県に生まれる。2005年明治大学商学部卒業。2010年明治大学経営学部助手。2013年明治大学大学院経営学研究科博士後期課程修了。博士（経営学）学位を取得。2013年4月には敬愛大学経済学部専任講師に着任。2016年4月から明治大学経営学部専任講師に着任。現在に至る。		

### 1. 研究の概要

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、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。これまで取り組んできた研究の継続と位置づける本研究では、2つの研究課題を取り上げ、これらの課題を明らかにすることによって研究目的を達成させる。以下では、研究の動機や目的、結果、これからの展望、社会に対するメッセージについて説明する。

### 2. 研究の動機、目的

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自己資本利益率（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。日本IR協議会が2018年4月に公表した実態調査では、IRを実施している981社のうち、ROEを目標値として設定していると回答した企業は66%に達した。また、49%が自社の資本コストを認識しているとの結果が明らかにされた。

伊藤レポートの公表以降、ROEや資本コストに注目が集まる一方、経営者の意図的な操作によってROEを向上させることも指摘されている。具体的には、利益そのものを増加させる利益マネジメントや自社株買いなど自己資本を減少させるペイアウト政策である。伊藤レポートが公表された翌年以降、上場企業の平均ROEは8%以上を達成しているが、同年から上場企業の自社株買いが増加している点からもこうした指摘を裏づけることができる。長らく利益マネジメントを研究してきた申請者は、この問題を明らかにして適切な業績評価やディスクロージャー制度の構築に貢献すべきではないかという研究動機に至った。

このような問題意識から、本研究では、ROEから資本コストを差し引いたエクイティ・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いうリサーチクエスチョンを設定した。利益マネジメントとは、経営者が裁量権を行使して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。当初はROE8%をベンチマークとした利益マネジメントの可能性も検討したが、①伊藤レポートの趣旨は資本コストを上回るリターンの実現にあること、②前述した日本IR協議会の実態調査の結果、IRを実施している981社のうち、エクイティ・スプレッ

ドを意識するとした割合が 67%に達していること、③調査した限り、中小企業や非上場企業の平均 ROE はいまだ 8%以下であることを考慮し、自社の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高いのではないかと予想した。

申請者は予備的検証において、経営者がプラスのエクイティ・スプレッドを達成するために利益マネジメントを実施している証拠を得ている。エクイティ・スプレッドの分布のゼロ付近では不規則な歪みが確認されている。分布は通常、釣り鐘型が想定されるが、結果をみるとゼロを若干上回る頻度が突出して高く、ゼロ付近において不規則な歪みを示している。このような歪みが生じる原因のひとつに経営者の意図的な調整が疑われる。これらの成果をより頑健なものにするためには、次の課題を解決し再分析を行う必要があると考える。1つは新たな資本コストの推計手法であり、もう1つはヒストグラム分析の再検討である。本研究で期待される成果は、これら2つの課題をクリアしたうえで算定されたエクイティ・スプレッドの分布が、ゼロ付近において不規則な歪みをみせ、その有意性を統計的に検証できるというものである。前述した2つの課題を明らかにすることで、本研究の目的は達成できると考える。

### 3. 研究の結果

本研究の結果は以下のように要約される。第1に、利益分布アプローチによる分析の結果、エクイティ・スプレッドとアセット・スプレッドの分布はゼロ付近で不規則な歪みが生じており、標準化差異や度数推定を用いた検証においても統計的な有意性が確認された。また、ビンの幅を 0.0025、0.0005、0.0002 に変更した場合、金融業を含む全サンプルを用いた場合、東証上場企業に限定した場合、年度別に分析した場合においても同様の結果が観察され、その頑健性が担保された。このことから、経営者は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を実施している可能性が明らかにされた。

第2に、それぞれのスプレッドが連続して増加（もしくはプラス）する期間が長期になるほど、経営者が利益マネジメントを実施するインセンティブは強くなる傾向にあることが判明した。一般に、プラスのスプレッドは将来の期待リターンを高めることから、次期以降も同じ利益水準を維持するだけではスプレッドは小さくなってしまう。また、超過リターンには平均回帰する傾向があることから、資本コストを一定と仮定するとスプレッドは逡減することになる。それゆえ経営者は、投資家の過度な期待を回避するためにプラスのスプレッドを維持する利益マネジメントを実施する傾向が強まる解釈される。

第3に、東証上場企業に限定した分析の結果、利益マネジメントは伊藤レポート公表後である 2014 年 8 月以降に顕著になることが確認された。伊藤レポートによって日本企業の ROE が増加基調にあることは前述のとおりであるが、その意図とは異なり経営者に機会主義的な財務報告を誘引する側面がうかがえる。

### 4. 研究者としてのこれからの展望

申請者は、2020 年 11 月に開催される日本財務管理学会第 51 回秋季全国大会にて本研究の報告を予定している。また、「Equity spread and Earnings management, Focusing on Spread Trap: Empirical Evidence from Japan」（仮）というタイトルで英文論文を作成しており、現在ピアレビューおよび査読のプロセスにある。本論文をインパクトファクターの高い海外ジャーナルに投稿し掲載することを目標としている。さらに、これらの成果を踏まえ、海外の研究者との共同研究、具体的には 2023 年度から予定している在外研究につなげたいと考えている。

ただし、本研究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存在を明らかにしたにすぎない。資本コスト水準を達成するための具体的な手法やその経済的帰結についても明らかにしたわけではなく、限界や課題も数多く存在する。そのうち、ここでは主たる研究課題として以下の3点を指摘したい。

第1に、資本コストの推定に関する問題である。スプレッド算定の基礎となる資本コストは、近年実施されたサーベイ調査の結果を踏まえて CAPM を用いた推定を行った。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。問題解決の方法として、Lyle and Wang (2015)、小野 (2014)、小野・村宮 (2017)、小

野・村宮（2019）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。こうした推定手法を用いた追加的検証を引き続き実施したい。この他、資本コスト水準は業種により異なるとの指摘〔井出（2015）〕や資本市場をベースとした資本コストと簿価ベースの指標である ROE を比較することへの批判〔亀川（2018、2019）〕なども存在する。こうした指摘についても適切な対処方法を検討したい。

第 2 に、残余利益モデルによれば、エクイティ・スプレッドおよびアセット・スプレッドは価値創造のドライバーであり、これらをプラスにすれば株主価値や企業価値の創造に貢献することを理論的に説明している。この点が、経営者がマイナスのスプレッドを回避するために利益マネジメントを選択するインセンティブの源泉である。しかしながら、実際にエクイティ・スプレッドやアセット・スプレッドが将来業績に影響を及ぼすのか、価値関連性を有するののかということまでは実証できていない。柳・目野・吉野（2015）によれば、過去 1 年および過去 3 年の株価パフォーマンスはエクイティ・スプレッドと正の相関にあることを報告している。すなわち、エクイティ・スプレッドとパフォーマンスには関係性があることを示唆している。こうした先行研究をさらに進展させ、スプレッドが価値創造のドライバーであるという実証的証拠を蓄積することが必要とされる。

第 3 に、本研究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存在を明らかにした。ただし、マイナスのスプレッドを回避するための具体的な手法を明らかにするまでには至っていない。村宮（2005）によれば、業績予想の精度が低い企業ほど資本コストが高い傾向にあることを明らかにしている。すなわち、正確な業績予想情報の公表が資本コストの低減につながることを提示している。このことから、経営者が資本コストを低減するために業績予想を達成したり、期待マネジメントを実施するインセンティブを持つと予想される。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明らかにするためには、利益マネジメントに加え、業績予想の精度や期待マネジメントといったファクターも加味した詳細な分析が必要となる。

## 5. 社会に対するメッセージ

本研究は日本私立学校振興・共済事業団の 2019 年度若手研究者奨励金の助成を受けたものである。日本私立学校振興・共済事業団理事長の清家篤先生をはじめ、ご寄付をいただいた皆様への過分なるご支援に対して感謝と御礼を表したい。貴重な研究成果を得ることができ、それを英文論文としてまとめることができたのも、こうしたご支援の賜物であると痛感している。

ここでは、社会に価値を生み出すインプリケーションを 3 つ提示し、社会に対するメッセージとさらなるご支援のお願いとしたい。第 1 は、「スプレッドの罠」である。企業がマイナスのスプレッドを回避する機会主義的行動を選択すること、プラスのスプレッドをなるべく均一に抑制し平準化する機会主義的行動を選択することを、本研究では「スプレッドの罠」と定義した。スプレッドがプラスになることから、一見すると財務諸表上は企業価値を創造しているように思えるが、それは意図的な調整によるものであるため、投資家をはじめとするステークホルダーに誤った情報を提供する恐れがあり、情報の非対称性を拡大させてしまう。また、プラスのスプレッドを抑制することは企業価値を過小評価することであり、エージェンシーコストの増加やミスプライシングを引き起こす可能性も懸念される。こうした問題の所在を明らかにした点に、本研究の発展可能性があると考えている。

第 2 は、新たな財務指標としてアセット・スプレッドの貢献可能性である。分析の結果、スプレッドがマイナスである非価値創造企業の数意外にも多いことが判明した。サンプルを再度確認したところ、27839 サンプルのうち 14433 サンプル（51.84%）が PBR1 倍未満との結果を示している。これと整合する結果は加賀谷（2017）の研究でも示されており、NOPAT が黒字である日本企業は全体の 9 割を占める一方、EVA がプラスの企業はうち 55%しか存在しないことを報告している。また伊藤レポートも、2000 年から 2010 年における日本企業の PBR（中央値：1.03）と ROE（中央値：4.97）が他国に比べて相対的に低い水準にあることを指摘

している。とりわけ、ROEの構成要素である売上高利益率、資本回転率、レバレッジを日米欧で比較すると、資本回転率やレバレッジに大きな差異がないものの、日本企業の売上高利益率(3.8%)は米国(10.5%)、欧州(8.9%)に比べて相対的に低いことがわかった。

この原因について伊藤レポートでも様々な分析が進められているが、ここではアセット・スプレッドの貢献可能性として3点指摘する。まず、価値創造のドライバーであるアセット・スプレッドの重要性である。日本企業の売上高利益率を高めるには、効率性や収益性を高める必要がある。そのためには、価格競争力のある良い製品・サービスを創ることが最も大切なことであるが、利益獲得のために投下された総資産がどれほど効率的に利用されているかも考慮しなければならない。これまでのROAやROICを発展させたアセット・スプレッドを用いることは、利益獲得に要した投下資本のみならず、その調達コストも踏まえた分析を行うことが可能となる。それは企業外部の利害関係者の意思決定に貢献するほか、事業ポートフォリオの最適化を図る企業経営者の内部意思決定にも有用であると期待される。

次に、アセット・スプレッドが適切な資源配分の鍵になる点である。日本企業が保有する現預金は2008年のリーマンショック以降増加傾向にあり、2018年度末で240兆円に達する。また、手元資金(現預金+短期保有有価証券)が有利子負債を上回る「実質無借金企業」も増加しており、2017年度末には2071社となり過去最多となった。これは上場企業の59%に相当する。他方で、こうした現預金の多さはROAやROEを引き下げるといった側面もある。投資家が出資した資金が未来投資や株主還元されることなく企業内部に留保される状況は、投資家にとって非効率な状態を意味する。米国において再投資のための資金を上回る余剰の現預金を保有していた場合に、株主から増配や自社株買いの提案が示されるケースが多い。そのため、アセット・スプレッドを用いて適切な資源配分の判断を行えば、日本企業が保有する現預金を事業拡大に向けた再投資と株主還元適切に配分することが可能となるのではないかと期待する。

最後に、アセット・スプレッドが無形資産投資に貢献することである。有形資産から無形資産へのシフトが指摘されて久しい。近年ではGAFAsの台頭に代表されるように、工場や店舗といった有形資産ではなく、データやアルゴリズム、ブランド、研究開発、知的資産といった無形資産の割合が増加している。伊藤・加賀谷(2008)によれば、ROAの高低は、オフバランスの無形資産がどれほど利益に貢献しているかを示すことができ、無形資産投資と競争環境の関連性を解析するにあたって有効な指標であるとされる。ROAのみならずアセット・スプレッドを活用すれば、無形資産投資、競争環境に加え、調達コストを加味した効率性の解析に貢献できるのではないかと考える。

第3に、数値基準を持つ提言や規制の功罪を取り上げたい。伊藤レポートや議決権行使助言会社ISSの公表後、日本企業のROEは増加基調にある。その反面、機会主義的な利益マネジメントがとりわけ公表後に顕著であるとの証拠は他の研究でも報告されている。この理由について石田・河内山・甚内(2019)は、数値基準を持つ提言や規制がその意図とは異なる機会主義的な財務報告を経営者に対して誘引する側面があると指摘している。また、このような機会主義的行動により表現の忠実性が低下した利益が報告されるとの指摘が世界中のステークホルダーから表明されていることを明らかにしている[Schipper(2003); Mergenthaler(2009); Nelson, et al.(2002)]。

効果的かつ効率的なディスクロージャー制度の構築の観点から、数値基準に加え、スプレッド基準の理解を促すことをインプリケーションとしたい。企業のディスクロージャーは、投資家の投資意思決定に有用な情報を提供することを通じて、資本市場への影響やリアルエフェクトといったベネフィットを実現するための基盤である。そのため、投資判断に必要とされる情報を十分かつ正確に、また適時に分かりやすく提供することが求められ、それが有用性の向上に寄与するものと考えられる。しかし最も重要なことは、あるべきディスクロージャーが企業と投資家との持続的かつ建設的な対話・エンゲージメントを促進していくことであり、対話を通じて自らのガバナンスの質を向上させ、企業価値の向上を実現していくことである。スプレッドは数値基準とは異なり、理論的裏づけを持つ価値創造のドライバーであることから、経営者がスプレッドを理解しそれを企業経営に活かすことが期待される。加えて、投資家との持続的かつ建設的な対話・エンゲージメントを促進する試みとして、スプレッドをベースとした情報開示ならびに説明を行うことが、有用性の向上に寄与するのではないかと期待する。