

ROE 水準が裁量的会計行動に及ぼす影響について
The effects of ROE level on Earnings Management

経営システム工学専攻 喜多村 泰士

2015 年に議決権行使助言会社の Institutional Shareholder Services が、日本企業を対象に議決権行使助言方針を発表し、これについて準拠できなかった時、取締役の選任については原則として反対を推奨することを明示した。この基準は、過去 5 期平均の自己資本利益率（以下、ROE）が 5%を下回り、かつ、改善傾向に無い場合、経営トップである取締役選任案に対して原則として反対を推奨するものである。石田、河内山、甚内(2019)[1]は日本市場特有の「ROE 5%」というルールに着目し、これが経営者による裁量的な ROE 調整行動を誘発するかについて検証している。1) 資本生産性基準が公表された後に 5%の ROE をわずかに上回る企業が増加していること、および、(2) 当該基準公表後において会計的裁量行動および自社株買いと基準値達成との関係性が強くなることが判明した。これらの発見事項は、数値基準による制度形成が利益調整を誘発する可能性があること、ならびに、ROE という文脈では利益数値以外の裁量行動が関連していることを示唆している。さらに、(石田 2015)[2]では、取締役選任議案に資本生産性基準を導入するにあたっては短期的な ROE 向上策を経営者が選択してしまうことへの懸念が述べられている。ROE などの総合指標に基づいた、利益調整研究はほとんど行われておらず、数少ない研究として、ROE が 10%に満たない企業のライツイシュー（上場会社が、既存株主の保有株式数に応じて新株予約権を無償で割り当てる形の増資手法）を許可しない中国の規制を背景に利益調整を検討している Chen and Yuan (2004) [3]が存在する。

よって、日本市場特有の ROE 基準に基づいた利益調整研究としてその全体像を明らかにするために、イベントスタディではなく ROE に基づいた一般的な経営者による裁量的行動の傾向とどのようにその意思が反映されているかを、統計的手法を用いて分析、解釈することで、経営者の会計行動の傾向、行動パターンを明らかにすることを目的としている。

本研究では、パネル推定、CFO 修正 Jones モデル[4][5]で算出した裁量的会計発生高を、ROE 水準に基づいてグループ分けし、ROE 毎の会計発生高の母平均が異なっているかどうかを分散分析で調べる。ROE 水準は裁量的会計発生高の母平均にどのような影響を及ぼしているか、ROE が高ければ裁量的会計発生高が増加の傾向を示すのか、又は減少の傾向を示すのかをあきらかにする。なお、本研究の分析にあたっては、一般的にはイベントスタディにおいて行うものであるが、今回は特定のイベントを設定せずに、会計発生高の内訳である裁量的会計発生高の水準が各年度の ROE と財務指標によってどの程度説明可能なのかを検証していく。

用いるサンプルデータは東証一部上場、決算月3月、製造業、日本会計基準かつ2018年3月時点連結総売上高5000億円以上とした。当該モデルを用いて、日経NEED Financial Questより得られたデータを用いて業種ごとにモデルのあてはめを行った結果を以下に示す。

表1：サンプルデータ対象企業一覧

東証業種コード	業種	決定係数	$\Delta\text{SAL}-\Delta\text{REC}$	PPE	ΔCFO	切片
3050	食品	0.408397185	0.031170827	-0.020387	-0.37386	-0.03093
3100	繊維	0.572979786	0.22747038	0.1409047	-0.63324	-0.09494
3150	紙パルプ	0.387788385	0.114542159	-0.035663	-0.3407	-0.02816
3200	化学	0.400337517	0.047659422	-0.023689	-0.39154	-0.0348
3250	医薬品	0.206806501	0.037980776	0.0918225	-0.35422	-0.05377
3300	石油	0.825926143	0.218690182	0.0358483	-0.68363	-0.04649
3350	ゴム製品	NA	NA	NA	NA	NA
3400	ガラス土石	0.658303867	0.070943354	-0.0603	-0.54239	-0.01123
3450	鉄鋼	0.60933001	0.043371066	-0.101707	-0.47283	-0.00615
3500	非鉄金属	0.252221247	-0.525291874	-0.071307	0.567508	-0.01587
3550	金属	0.41022475	0.083990514	0.4847886	-0.23458	-0.18478
3600	機械	0.519877313	-0.007288507	-0.075022	-0.55141	-0.00899
3650	電気機器	0.362521601	0.136540496	-0.334191	0.013885	0.018034
3700	輸送機器	0.10350327	0.069826797	0.0467011	-0.27487	-0.05433
3750	精密機器	0.667939778	0.14293172	0.8622724	-0.56809	-0.16539

図1より $\Delta\text{SAL}-\Delta\text{REC}$ は繊維、石油、非鉄金属がほかに比べ重要な説明変数となっており、その中でも非鉄金属が抜きでている。PPE（有形固定資産）は特に金属と精密機器で重要な独立変数であることが分かる。 ΔCFO （キャッシュフロー）はほぼすべてで高い値を有しているが、電気機器ではほかに比べあまり重要でないことが分かる。ゴム製品においてNAと表示されているが、これは条件に当てはまる企業が存在しなかったためである。これより、推定モデルにおける係数は上記の値を使用し各業種の会計発生高を算出するものとする。

対象企業のROEグループに分類し図2にまとめたものを以下に示す

表2：2 ROE水準と企業数

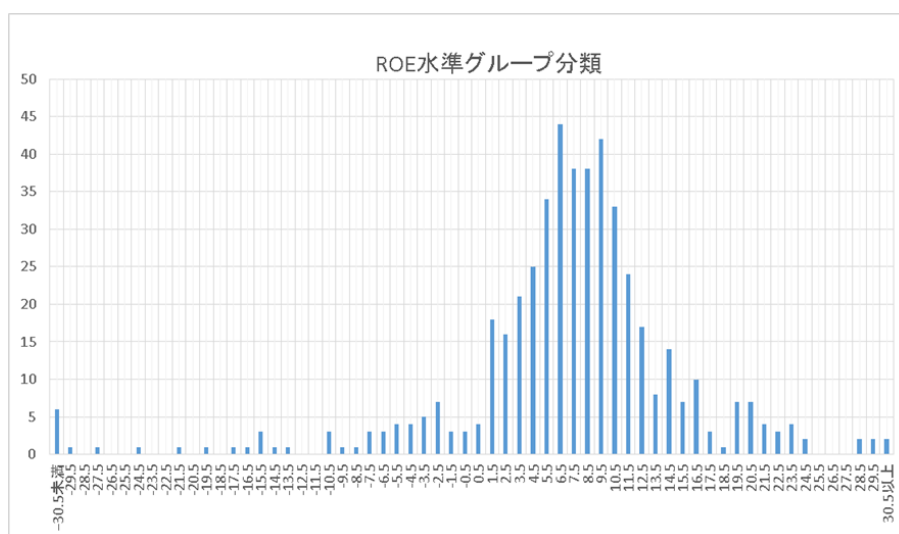


図2において縦軸はデータ数を、横軸はROEの階級値を表している。ここで留意しておくべきこととして、横軸での最大値において階級値30.5以上とあるが1つ36.91が存在している。横軸最小値-30.5未満の値は6つ存在しており、-197.36、-145.32、-122.03、-102.61、-62.3-45.53となっている。総データ数n=471,平均値=5.93、中央値=7.56となっている。

表3：ROE水準と非裁量的会計発生高

ROEグループ	標本数	合計	平均
-10.5以下	19	-1.52999	-0.08053
-9.5	1	-0.16868	-0.16868
-8.5	1	-0.11247	-0.11247
-7.5	3	-0.15252	-0.05084
-6.5	3	-0.24898	-0.08299
-5.5	4	-0.16561	-0.0414
-4.5	4	-0.22437	-0.05609
-3.5	5	-0.26132	-0.05226
-2.5	7	-0.28449	-0.04064
-1.5	3	-0.12838	-0.04279
-0.5	3	-0.10167	-0.03389
0.5	4	-0.14522	-0.0363
1.5	18	-0.71287	-0.0396
2.5	16	-0.59093	-0.03693
3.5	21	-0.71561	-0.03408
4.5	25	-0.96277	-0.03851
5.5	34	-1.38498	-0.04073
6.5	44	-1.74026	-0.03955
7.5	38	-1.53985	-0.04052
8.5	38	-1.48027	-0.03895
9.5	42	-1.57759	-0.03756
10.5	33	-1.17306	-0.03555
11.5	24	-0.92927	-0.03872
12.5	17	-0.73266	-0.0431
13.5	8	-0.3937	-0.04921
14.5	14	-0.53383	-0.03813
15.5	7	-0.28814	-0.04116
16.5	10	-0.35799	-0.0358
17.5	3	-0.13729	-0.04576
18.5	1	-0.05	-0.05
19.5	7	-0.32665	-0.04666
20.5以上	26	-1.07377	-0.0413

求めた会計発生高推定モデルを用いて、各グループに非裁量的会計発生高（正常な会計発生高）についてまとめたものを表3に示す。ここで各グループの母平均の違いについて母平均が等しいと仮定して分散分析を用いて比較を行ったところ有意水準5%でP値が十分小さく、母平均が等しいという仮説は棄却された。しかし、表の平均値に着目すると、階級値-8.5以下について他のROEグループの平均と大きな乖離がみられる。つまりそこを境界として母平均が異なっていると考えられる。ここで、-9.5、-8.5-7.5以上それぞれについて分散分析を行ったところ、階級値-7.5以上で分散分析を行った時仮説が採択され、つまり-7.5以上のROE水準では正常な会計発生高の母平均に差異はないという結果が得られた。つまりROE水準は非裁量的会計発生高（正常な会計発生高）に影響を与えないといえる。

ここで、ROE水準毎に裁量的会計発生高がどのような影響を受けているのかを考えるため、さらにROEを上から、過度低ROE、低ROE、中ROE、高ROE、過度高ROEの5グループに分け着色し分類したものを表4に示す。

5グループに分類したものはROE水準で裁量的会計発生高の母平均が異なっている。その傾向は最も利益増加型の調整を示したのは、過度高ROE(16.5以上)となっていた。そして最も利益調整が少なかったのは中ROE帯(4.5~9.5)であった。

裁量的会計発生高のROE値の階級値-8.5以下について考える。ここで留意すべき事は、非裁量的会計発生高つまり正常な会計発生高が階級値-7.5以上であるものと比べてわずかに低く、平均値が異なっているので、同一の条件ではないので単純な比較は難しいが階級値-8.5以下の裁量的皆発生高について表5.3.4に示す。5つのグループ分けしたものの表5.3.2と比較するとかなり大きな負の値をとっていることが分かる。これは意図的に利益減少型の利益調整を行っているといえる。

表 4：裁量の会計発生高を 5 つ分類

グループ	標本数	合計	平均
-7.5	3	-0.0411	-0.013701111
-6.5	3	0.030841	0.010280345
-5.5	4	-0.00378	-0.000943992
-4.5	4	0.041008	0.010252096
-3.5	5	-0.14808	-0.029616811
-2.5	7	-0.0847	-0.012099884
-1.5	3	-0.04359	-0.01452882
-0.5	3	-0.03768	-0.012560938
0.5	4	-0.00452	-0.001129071
1.5	18	-0.24523	-0.013624061
2.5	16	-0.0739	-0.004619051
3.5	21	0.080752	0.00384534
4.5	25	-0.12762	-0.005104838
5.5	34	0.004254	0.000125104
6.5	44	-0.11003	-0.002500729
7.5	38	-0.05839	-0.001536506
8.5	38	0.188947	0.004972283
9.5	42	0.07612	0.00181239
10.5	33	0.090217	0.002733841
11.5	24	0.087765	0.003656859
12.5	17	0.17768	0.010451754
13.5	8	0.080421	0.010052614
14.5	14	0.149976	0.01071259
15.5	7	0.121961	0.017422964
16.5	10	0.155955	0.015595537
17.5	3	0.026325	0.008774883
18.5	1	-8.9E-05	-8.92692E-05
19.5	7	0.139251	0.019893033
20.5	26	0.49585	0.01907117

表 5：表 4 をまとめたもの

グループ	平均
過度低ROE	-0.00597
低ROE	-0.0071
中ROE	-0.00037
高ROE	0.009172
過度高ROE	0.012649

- [1] 議決権行使助言基準と ROE マネジメント(2019-05) 石田, 惣平; 河内山, 拓磨; 甚内, 俊人
- [2] 石田猛行 (2015) 「二〇一五年 ISS 議決権行使助言方針」『旬刊商事法務』(2061), pp. 49-62.
- [3] Chen, K. C. W. and Yuan, H. (2004) 'Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Rights Issues', *The Accounting Review*, 79(3), pp. 645-665.
- [4] Kasznik, R. (1999). "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management." *Journal of Accounting Research* 37(1):57-81.
- [5] 須田一幸・首藤昭信, 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」, 須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』, 白桃書房,