

# 経営分析研究

第 36 号

2023 年 6 月

日本経済会計学会

日本経営分析学会



年 報

經營分析研究

第 36 号

2023 年 6 月

日本經濟會計学会



## 序 文

### ——年報36号の発刊にあたって——

経営分析の研究及びその普及をはかることを目的として1984年に設立された日本経営分析学会は、会計学領域では歴史のある学会です。その機関誌として発刊された『経営分析研究』は、経営分析に関連する研究の進展にこれまで大いに貢献してきました。2019年に日本経営分析学会は日本ディスクロージャー研究学会と統合し、日本経済会計学会に名称変更しましたが、日本経営分析学会は日本経済会計学会のソサイエティとして引き続き活動を継続しております。

学会統合後の調整作業に加えて、COVID-19禍による混乱によって、本誌の刊行ができない状況が続きましたが、この度、ようやく36号の発刊に至りました。本誌編集委員会を支えてくださった関係者の皆様には心より感謝申し上げます。

日本経済会計学会では、本誌の他、『現代ディスクロージャー研究』『Accounting Letters』を発行しております。編集委員会では、本学会が発行する2誌及び他学会の機関誌との差別化をはかるため、及び、査読プロセスの迅速化をはかるため、さまざまな規程の変更・見直し・新設を実施いたしました。本号の末尾に各種規程を掲載いたしましたので、ご照覧いただければ幸甚です。

本誌は、いわゆる実証研究のみならず、制度研究、歴史研究などについても幅広く受け入れております。また、将来の研究につながる基礎研究（探索的研究、萌芽的研究、実態調査研究、決定要因分析など）も重視しております。会員の皆様による積極的な投稿を、編集委員会一同、心よりお待ち申し上げます。

2023年6月15日

『経営分析研究』編集委員会執行部

編集委員長 浅野信博

副編集委員長 浅野敬志

奥田真也

木村史彦



# 目 次

## 発刊にあたって

### 研究論文（査読付き論文）

自信過剰な経営者が日本企業の現金保有に与える影響 ……………	石黒武秀（中央大学）	1
銀行業の監査における貸倒引当金に関するKAMの類似性の分析…	佐々木貴司（早稲田大学）	19
従業員の就業環境と企業業績の関係：若年離職率を用いた分析…	松本智広（東京都立大学）	43

### 事例研究

グラフによる売上債権異常発見法その2 ―回転期間・勾配の利用法を中心に― ……………	井端和男（公認会計士）	61
純粋持株会社採用の事例研究：ビール会社のケース ……………	大坪 稔（九州大学）	73

### 資料 「経営分析カンファレンス」プログラム

第36回プログラム（2020年12月12・13日開催 早稲田大学）……………	85
第37回プログラム（2021年12月18・19日開催 専修大学）……………	86
第38回プログラム（2022年12月17日開催 大阪公立大学）……………	87

### 『経営分析研究』規程および要領

投稿規程……………	91
研究論文査読規程……………	93
カンファレンス論文査読規程……………	97
執筆要領……………	99



---

研究論文

---

経営分析研究  
第36巻第1号（通巻36号）  
2023年6月  
pp. 1-18

日本経営分析学会  
日本経済会計学会

# 自信過剰な経営者が 日本企業の現金保有に与える影響

石黒武秀(中央大学)

2020年3月11日受付；2020年6月12日改訂稿受付；2020年8月13日論文受理；

2022年5月13日オンライン利用可能

## Abstract

自信過剰な経営者はリスクの高い投資を行う反面、現金による資金調達を選好する（Malmendier and Tate, 2005）。本稿では、Bamber *et al.* (2010) およびHilary and Hsu (2011) を参考に、経営者の利益予想に含まれる経営者の固定効果の推定をすることで、経営者の自信過剰の程度を測定し、現金保有との関係について分析する。なお経営者予想から推定した自信過剰には、①経営者の経験によって自身の私的情報を過信することで生じる特定情報への過信による自信過剰と、②将来業績を実際よりも高く見積もる自信過剰が含まれるため、本稿ではこの2つの指標の影響を分析上では区別する。本稿の分析結果から、特に特定情報への過信による自信過剰な経営者が現金保有を高めることが析出される。このことは、企業の現金保有の決定要因には、企業や業種の特性だけではなく、経営者ごとの性質が関係していることを示唆している。

**Keywords** : 現金保有 自信過剰な経営者 特定情報への過信 楽観性 経営者予想

---

Corresponding Author: Takehide Ishiguro, Graduate School of Commerce, Chuo University, 742-1 Higashinakano, Hachioji-shi, Tokyo 192-0393, Japan

石黒武秀 中央大学大学院商学研究科 〒192-0393 東京都八王子市東中野742-1

©2020 The Japanese Society for Business Analysis and The Japanese Association for Research in Disclosure  
All rights reserved.

*The Journal of Business Analysis*  
Vol. 36, Issue. 1 (No. 36)  
June 2023  
pp. 1-18

The Japanese Society for Business Analysis  
The Accounting and Economic Association of Japan

# The impact of overconfident managers on cash holdings of Japanese firms

Takehide Ishiguro, Chuo University

Submitted May 11, 2020; Revised June 12, 2020;

Accepted August 13, 2020; Available online May, 13, 2022

## Abstract

Overconfident managers also prefer to raise funds in cash while they make risky investments (Malmendier and Tate, 2005). In this paper, we measure the degree of managerial overconfidence by estimating managerial fixed effects included in managerial earnings forecasts, referring to Bamber *et al.* (2010) and Hilary and Hsu (2011), and analyze the relationship with cash holdings. The overconfidence estimated from managerial forecasts includes (1) overconfidence in specific information caused by overestimation in manager's private information due to managerial experience and (2) overconfidence in estimating future earnings higher than actual, so this paper distinguishes the effects of these two indicators in this paper. From the results of this paper, this paper analyzes that overconfident managers, especially overconfidence in specific information, increase their cash holdings. This paper suggests that the determinants of firms' cash holdings are not only related to the characteristics of the firm or industry, but also the nature of each manager.

**Keywords:** Cash Holdings, Overconfident Managers, Overconfidence in Specific Information, Optimism, Managerial Forecasts

## I. はじめに

経営者の性質は、経営者一個人の特徴ではあるものの、情報の認知や意思決定にバイアスをもたらすため、企業全体の行動に影響することが知られている。このような経営者の性質が企業行動に与える影響は、上位階層理論 (upper echelons theory) として体系化されている (Hambrick, 2007; Hambrick and Mason, 1984)。実際に Bamber *et al.* (2010) や Dyreng *et al.* (2010)、Chyz (2013) などは経営者の性質が、開示される情報や企業の租税負担削減行動に影響することを示している。特に、経営者の性質の中でも自信過剰な経営者は近年において注目を集めており、企業の投資行動 (Malmendier and Tate, 2005, 2008; Hirshleifer *et al.*, 2012; Ferris *et al.*, 2013; Aktas *et al.*, 2019)、資金調達 (Malmendier,

*et al.*, 2011; Huang–Meier *et al.*, 2016)、税負担削減行動（Chyz *et al.*, 2019）、情報開示（Hilary and Hsu, 2011; Hribar and Yang, 2016）などに影響することが明らかとなっている。

本稿でも日本企業の経営者の自信過剰が、企業の現金保有行動に与える影響について分析する。経営者の自信過剰と企業の現金保有行動について Malmendier and Tate (2005) は、自信過剰な経営者ほど、現在の資本コストを高く見積もるため、多くの内部資金すなわち現金の保有が投資水準に影響を与えることを理論モデルによって示している。このため、自信過剰な経営者ほど現金保有を行うインセンティブが強いと予想される。また、日本企業における現金保有量は近年、極めて高い水準にあることが知られている（Kato *et al.*, 2017）。特に、日本企業の現金保有にはキャッシュ・フローの不足に備えた消極的な予備的動機だけでなく、将来の投資機会に備えた積極的な予備的動機が重要な決定要因であることが明らかとなっているもの（例えば佐々木他, 2016）、投資機会の主観的な見積もりに影響しうる経営者の自信過剰と現金保有に関する分析は、これまでに日本企業を対象として行われていない。そこで、本研究では日本企業における経営者の自信過剰と現金保有との関係性について検討する。

また、本稿では、自信過剰な経営者の経営行動を検証するために、Bamber *et al.* (2010) や Hilary and Hsu (2011) を参考とした経営者予想ベースの自信過剰を測定する。Malmendier and Tate (2005) などの多くの先行研究では、経営者の自信過剰を経営者が保有するストック・オプションの状況によって測定している（オプションベースの自信過剰）。しかしながら、オプションベースの自信過剰の測定には、経営者が保有するストック・オプションについて、権利行使期間や原株数などの詳細な情報が必要であり、結果として米国であってもこれらのデータが収録されるデータベースの制約からサンプル・セレクション・バイアスが生じる。これに対して、Hilary and Hsu (2011) は経営者の自信過剰が経営者による業績予想のバイアスや誤差と関連していることを示しているため、本稿の自信過剰の測定方法では新たに日本において多くの企業が開示している経営者による業績予想データから自信過剰を測定することで、大幅なサンプル・セレクション・バイアスの緩和が可能である。

分析の結果、経営者交代によって新しく着任した経営者の自信過剰の程度が前任の経営者に比べて相対的に高いほど、企業の現金保有量が増加することが明らかとなった。とりわけ、経営者の私的情報（特定情報）を過信することで生じる自信過剰が現金保有量の増加を引き起こすことが示された。この結果は、日本企業においても、経営者個人の性質が企業行動に対して影響することを示唆しており、コーポレート・ガバナンスの状況を検討する際などには、経営者の性質を十分に把握することが重要である。

## II. 先行研究とリサーチ・クエスチョン

上位階層理論としてまとめられるように（Hambrick, 2007; Hambrick and Mason, 1984）、経営者の性質は経営者による情報の取捨選択に影響を与えるため、結果として組織全体の戦略的な意思決定に大きな影響を与える。こうした経営者の性質の中でも、とりわけ経営者の自信過剰に焦点を当てた研究が近年において蓄積されている。Malmendier and Tate (2005) は、経営者の自信過剰と企業行動の関係を体系的に分析した先駆的な研究であり、理論モデルによる分析と統計的な分析をとおして、自信過剰な経営者が将来業績を高く見積もるため、投資に積極的になることを析出した。加えて、自信過剰な

経営者ほど、研究開発投資に積極的になること (Hirshleifer *et al.*, 2012) やM&Aを積極的におこなうこと (Malmendier and Tate, 2008; Ferris *et al.*, 2013) も明らかにされている。この点は、太田(2019)において日本企業を対象とした分析がなされており、日本企業においても自信過剰な経営者ほど過剰な設備投資を行うことが析出されている。

このような投資活動と表裏一体の関係にあるのが、資金調達行動である。Malmendier and Tate (2005) によれば、経営者が自信過剰であるほど将来業績を主観的に高く見積もるため、株価を一定とすれば、市場評価で用いられる当該企業・期間の資本コストを割高と判断する。このため、自信過剰な経営者は、外部資金よりも内部資金からの調達を 선호すると予想される<sup>1)</sup>。さらに、Deshmukh *et al.* (2013) は、自信過剰な経営者が積極的な投資を行う資金を確保するために、配当をやめることを示唆している。また、経営者の自信過剰と企業の内部資金の確保との関係について、Huang-Meier *et al.* (2016) はより直接的に現金保有との関係を分析している。Huang-Meier *et al.* (2016) は、とりわけ研究開発投資をモチベーションとした現金保有と経営者の自信過剰との間に統計的に有意な正の関係を析出している。これらのことから本稿では、自信過剰な経営者は現金を保有しようとするインセンティブが強いと推測する。

上記の議論の一方で、日本企業の現金保有の動機について調査した佐々木他 (2016) にも示されるように、日本企業の現金保有は、将来の資金不足リスクに備える消極的な予備的動機だけではなく、将来の投資機会に備える積極的な予備的動機によっても行われることが知られている。しかし、将来の投資機会の主観的な見積もりに影響を与える経営者の自信過剰と現金保有の関係については調査されていない。そこで、本研究では日本企業でも経営者の自信過剰と現金保有の関係性について調査する。

RQ：前任の経営者に比べて自信過剰な経営者が就任した企業では現金の保有量が増加する。反対に、前任の経営者に比べて自信過剰ではない経営者が就任した企業では現金の保有量が減少する。

なお、本稿では上記の研究・クエスチョンを分析するにあたって、先行研究における2つの異なる経営者の自信過剰の定義、すなわち (1) 特定の情報を他の情報よりも重視する (weighting effect) 自信過剰 (Hilary and Hsu, 2011) と (2) 楽観的な経営者が将来業績を実際よりも高く見積もる (better than average effect) 自信過剰を区別し分析する。Hribar and Yang (2016) でまとめられるように、特定情報による自信過剰は、将来の業績見積もりの幅を小さくし、経営者を楽観的にするバイアスを生じさせる。このため、理論や仮説を設定する際に両者は先行研究においてあまり区別されることがない。しかし、Hilary and Hsu (2011) やGoel and Thakor (2008) は過去の経験が経営者を自信過剰にすることを明らかにしており、特にHilary and Hsu (2011) は自信過剰な経営者がバイアスのない情報よりもその経営者自身が有する私的情報といった特定情報を過信することにより、経営者が業績の実績値と乖離した経営者による業績予想を発表することを明らかにした。ここから、業績予想ベースの自信過剰の測度に注目することで、単純な経営者の楽観性と、経営者の経験によって生じる私的情報 (特定情報) への過信の影響を区別できる可能性がある。両者は厳密には異なる概念であるため、本稿では二つの自信過剰の定義を用いて検証する。

### Ⅲ. リサーチデザイン

#### 1. 経営者の自信過剰の測定方法

先行研究における経営者の自信過剰の測定方法には、経営者の報酬契約にかかるストック・オプションをベースに自信過剰を測定する方法（オプションベースの自信過剰）と経営者の業績予想をベースに自信過剰を測定する方法（業績予想ベースの自信過剰）などが挙げられる。オプションベースの自信過剰の測定方法は、例えば Malmendier and Tate (2005) などで用いられる代表的な手法であるものの、経営者が保有するストック・オプションについての権利行使価格、権利行使期間、原株数などの詳細なデータが必要となるため、分析の対象となるサンプルが制約される。実際に、Malmendier and Tate (2005) は、これらのデータの取得の制限から米国企業の477企業のみを分析対象としている。一方で、多くの日本企業で開示されている業績予想を用いた自信過剰の指標はストック・オプションを利用した変数と比べて、サンプル・セレクション・バイアスが緩和される。さらに、自信過剰な経営者による業績予想は誤差が大きく (Hilary and Hsu, 2011)、楽観的である (Hribar and Yang, 2016) ことが先行研究から示されている。このため、本稿では、業績予想ベースの自信過剰を分析に用いる。

ただし、当然のことながら、経営者による業績予想に含まれる誤差には企業の様々な状況の影響が反映される。このため、本稿では経営者の性質について調査した Bamber *et al.* (2010) に依拠し<sup>2)</sup>、経営者による業績予想に含まれるバイアスや誤差の決定要因をコントロールしたうえで、経営者の固定効果を推定することで、特定情報を過信した自信過剰と業績を過大評価した経営者の代理変数とする。本稿では推定された経営者の業績予想へのバイアスや誤差が自信過剰の程度であるとみなす。自信過剰な経営者の測定モデルは以下の (1) 式のとおりである。

$$\begin{aligned} & ManagementForecast_{i,t} \\ &= \sum_k \alpha_{1,k} CEOD_{k,i,t} + \sum_l \alpha_{2,l} Control_{l,i,t} + \sum_m \alpha_{3,m} YEARD_{m,i,t} + \sum_n \alpha_{4,n} INDD_{n,i,t} \\ & \quad + \varepsilon \\ & ManagementForecast_{i,t} \in \{FERR_{i,t}, FBIAS_{i,t}\}. \end{aligned} \quad (1)$$

添え字の  $i$  と  $t$  はそれぞれ企業と会計期間を表している。ManagementForecast は経営者による業績予想に関する変数である。先行研究から自信過剰な経営者は経営者予想誤差 (Hilary and Hsu, 2011) と経営者予想バイアス (Hribar and Yang, 2016) に影響することが明らかにされている。経営者予想誤差を表す FERR は、経営者による純利益の期初予想と実現値との差を期首総資産で除し、絶対値化した変数である。経営者予想バイアスを表す FBIAS は、経営者による純利益の期初予想と実現値との差を期首総資産で除したものである。

CEOD は経営者の固定効果を表している。経営者の在籍に関しては Nikkei NEEDs Cges データベースに掲載される経営者の在籍情報を用いている。本稿では経営者の自信過剰の程度は CEOD の係数である  $(\alpha_{1,k})$  に推定される。CEOD の係数が大きいほど、当該経営者は自信過剰であることを示す。

コントロール変数は Bamber *et al.* (2010) に依拠する<sup>3)</sup>。初めに、業績に関するコントロールとして、ABSΔROA、ROAUP、LOSS を用いる。ABSΔROA は、 $t$  期の ROA (特別損益前当期利益を期首総

資産で除して求める) から  $t-1$  期の ROA を引いた値を絶対値化したものである。ROAUP は、 $t-1$  期よりも  $t$  期の ROA が大きければ 1 その他を 0 とするダミー変数である。LOSS は、当期純損失があれば 1、その他を 0 とするダミー変数である。また、企業の業績に対する業種ごとの影響をコントロールするために、業種ごと売上高占有度を表すハーフィンダル指数 (HHI) をコントロール変数とする。

次に、企業特性をコントロールする。RD と MTB は、企業の成長性を表す。RD は研究開発費を期首総資産で除したものである。MTB は時価総額を期末株主資本簿価で除したものである。DEBTR は、短期の借入金と社債に長期の借入金と社債を加えて、期末総資産で除したものである。企業規模を表す MV は時価総額の自然対数をとったものである。

最後に企業の組織やコーポレート・ガバナンスに関する要因をコントロールする。RESTRACTION は、Nikkei NEEDs Cges データベースに掲載される合併フラグから企業・事業売買の情報を取得し、企業または事業の買収か売却がある場合は 1、その他を 0 とするダミー変数である。ACQUISITION は Nikkei NEEDs Cges データベースに掲載される合併フラグから企業・事業買収の情報を取得し、企業または事業の買収がある場合に 1、その他を 0 とするダミー変数である。INST は機関投資家の持株比率である。OUTSIDE は外部取締役比率を表す。BOARDSIZE は取締役の人数の自然対数である。Cheng (2008) は取締役会の規模が大きいほど業績の変動が小さくなることを示している。このため、取締役会の規模が大きいほど予測誤差やバイアスが小さくなると予想されるため、BOARDSIZE は本稿の (1) 式の説明変数に加えられる。このほかに年次固有効果 (YEARD) と業種の固有効果 (INDD) をコントロールする。

## 2. 自信過剰な経営者による現金保有の分析方法

本稿では経営者の自信過剰が現金保有に与える影響について分析するために、(1) 式の CEOD の係数の大きさによって、経営者の自信過剰の程度を測定する。ただし、日本では多くの経営者が他の企業での経営経験を有していない。このため、(1) 式による経営者固定効果の推定結果は、企業の固定効果と経営者の固定効果の区別をすることができていないという問題がある。そこで、本稿では各変数の  $t$  期と  $t-1$  期の差分をとることで、経営者交代によって生じる経営者の自信過剰の変化と企業の現金保有の変化の関係を分析する。なお、 $t$  期に交代した経営者は経営者としての過去の経験がなかったとしても、自信過剰である可能性がある。このことについて、Goel and Thakor (2008) は企業内部において能力の高い経営者を選出する競争があり、その競争を勝ち上がってきた経験のある経営者が自信過剰になることを示唆している。一方で、日本企業では前任の経営者が再び相談役等の役員として留任する可能性があり、過去に経営者としての経験がない (または乏しい) 新しい経営者は、業績予想の未達もしくは予想精度が低いことによる評判の低下を回避するため、慎重な業績予想や予想誤差の少ない業績予想を開示する可能性もある。したがって、本稿の自信過剰指標は、 $t$  期と  $t-1$  期の差分が正值であるとき経営者交代後の経営者のほうが自信過剰であることを示し、負値のとき経営者交代後の経営者のほうが自信過剰ではないことを示す相対的な指標である。リサーチ・クエスチョンの検証に利用する回帰式は以下のとおりである。

$$\Delta CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \hat{\alpha}_{1,k} + \sum_p \beta_{2,p} \Delta Control_{i,t} + \sum_q \beta_{3,q} YEARD_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

(2) 式の $\Delta$ は各変数の $t$ 期と $t-1$ 期の差分を示している。 $CASH$ は、企業が保有する現金と預金を期首総資産で除したものである。 $\hat{\alpha}_1$ は、(1)式において $FERR$ また $FBIAS$ を被説明変数とした経営者固定効果の推定された係数である。 $\Delta \hat{\alpha}_1$ は、 $t$ 年から $t-1$ 年を差し引くことで、企業に共通の固定効果の影響を除き、経営者交代によって生じる経営者固定効果の変化を計算している。このため、 $t$ 期に経営者交代が生じない場合には経営者固定効果が同じであるため0の数値が計算され、 $t$ 期に経営者交代が生じると0以外の数値が計算されることとなる。(1)式において $FERR$ を被説明変数とした $\hat{\alpha}_1$ は以降で $OCERR$ と表記され、 $OCERR$ が大きいほど特定情報を過信する経営者を表す。この点について、同一の企業のみ在籍していた経営者は限定された情報探索から限られた知識によって意思決定を行う可能性が高いことが知られている(Hambrick and Mason, 1984)。特定情報を過信する自信過剰な経営者は限定された情報探索を行う傾向が強くなるため、経営者による業績予想の精度が悪化し、 $OCERR$ が大きくなると考えられる。(1)式において $FBIAS$ を被説明変数とした $\hat{\alpha}_1$ は以降で $OCOPT$ と表記され、 $OCOPT$ が大きいほど過度に楽観的な経営者を表す。楽観的な経営者ほど期初予想バイアスが正値に大きくなると考えられる。リサーチ・クエスチョンより、 $OCERR$ (または $OCOPT$ )が増加するほど現金保有( $CASH$ )が増加することが予想される。

コントロール変数はBates *et al.* (2009)の取引動機、予備的動機、エージェンシー動機に関する変数を使用する。取引動機や予備的動機に関する現金保有は、(1)企業の外部市場へのアクセスの容易さ、(2)内部資金や借入れの状況、(3)キャッシュ・フローの変動性、(4)成長・投資機会の影響を受ける。

まず外部市場へのアクセスの容易さについて、時価簿価比率( $MTB$ )、企業規模( $SIZE$ )を用いる。時価簿価比率は決算期末の株式時価総額を期末株主資本簿価で除して求めている。また $SIZE$ は期末総資産簿価の自然対数である。

次に内部資金や借入れの状況について、キャッシュ・フロー( $CF$ )、運転資本( $NWC$ )、負債の利用( $LEV$ )、短期的な負債の利用( $SDEBTISSUE$ )、長期的な負債の利用( $LDEBTISSUE$ )を用いる。 $CF$ は、キャッシュ・フローを表しており、税引前当期純利益から特別項目と会計発生高を引いたものを期首総資産で除している。会計発生高は運転資本の差分から企業が保有する現金と預金の差分と減価償却費、減損を引いたものとしている。 $NWC$ は現金と預金を除いた流動資産から流動負債を除き期首総資産で除したものである。 $LEV$ は総負債の簿価を期末総資産で除したものである。 $SDEBTISSUE$ は、短期の借入金や社債の額が前期よりも増えていれば1、その他を0とするダミー変数である。 $LDEBTISSUE$ は、長期の借入金や社債の額が前期よりも増えていれば1、その他を0とするダミー変数である。

また、キャッシュ・フローの変動性( $INDCFRISK$ )を用いる。 $INDCFRISK$ は、企業 $i$ が属している業種の $t$ 期から過去10年間にわたるキャッシュ・フローの標準偏差である。

最後に、投資・成長機会について、既述の $MTB$ のほかに、設備投資費( $CAPEX$ )、研究開発費( $RD$ )、買収機会( $ACQUISITION$ )を用いる。 $CAPEX$ は、設備投資費を期首総資産で除したものである。 $RD$ は、研究開発費を期首総資産で除したものである。 $ACQUISITION$ はNikkei NEEDs Cgesデータベースを基に判定しており、 $t$ 期に事業または企業の買収がある場合には1、その他を0とするダミー変数である。

次にエージェンシー動機の現金保有についてコントロールするため、コーポレート・ガバナンスに関する要因をコントロールする。初めに、エージェンシー・コストを削減するために配当を行うという経営行動をコントロールする。 $DIV$ は、 $t$ 期に普通株の配当があれば1その他を0とするダミー変数である。次に、所有構造のコントロールとして、機関投資家の持株比率 ( $INST$ ) を用いる。加えて、取締役会に関するコントロールとして、外部取締役比率 ( $IDRATIO$ ) と取締役会の構成人数の自然対数 ( $BOARDSIZE$ ) を用いる。

さらに、本稿ではこれらのBates *et al.* (2009)の変数に加えて、海外輸出・売上高比率 ( $FORSALES$ )、事業の複雑性 ( $LBISSEG$ ) をコントロールする。 $FORSALES$ について、海外子会社での現金保有は、本国への現金の送還に税金がかかることから、企業組織内の現金による資金調達に制約される (De Simone *et al.*, 2019)。また事業セグメントの数の自然対数である  $LBISSEG$  について、Duchin (2010)によれば、企業が多くのビジネスを抱えていると、ある事業組織の資金調達需要を他の事業組織から資金の融通を受けることによって賄うことができるとされ、事業セグメントが多いほど企業全体の現金保有量は小さくなる可能性がある。

### 3. サンプルと記述統計

本稿のデータは、財務データを日経メディアマーケティング社のNikkei NEEDs Financial Questから、経営者に関するデータおよびコーポレート・ガバナンスに関するデータを同社のNikkei NEEDs Cgesから取得している。サンプルセレクションの条件は以下のとおりである。

1. 2007年から2017年のデータであること
2. 決算月数が12か月であること
3. 東証の一部上場企業であること
4. 東証業種分類において一般事業会社であること (金融業、証券業、保険業、その他金融業を除く)
5. 連結財務諸表が取得できるもの
6. 分析に利用する変数がすべて計算できること

(1) 式に用いる上記の条件を満たすサンプルは10999企業-年であった。このうち、(2) 式の推定に用いるサンプルは、各変数の平均から3標準偏差をこえるサンプルをはずれ値として除外した<sup>4)</sup>結果、最終的なサンプルは5800企業-年となった。

図表1は、(1) 式の推定結果である。 $FERR$ を被説明変数としたモデルについて、経営者固有効果 ( $CEOD$ ) を含まないModel1、および $CEOD$ を含むModel2のモデルの有効性を示すF値はそれぞれ217.07と189.24であり、どちらも統計的に1%水準で有意であった。このことから、(1) 式は $FERR$ に対して有効な推定モデルと考えられる。加えてModel2の $CEOD$ のF値は4.91であり、統計的に1%水準で有意である。このような傾向は、 $FEBIAS$ を被説明変数とするModel3とModel4についても同様である。このことからBamber *et al.* (2010)と同様に、(1) 式の推定において、経営者の性質が経営者予想誤差に影響することが示された。

図表 1 : 自信過剰指標の推定結果

dependent valuable	FERR		FBIAS	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Controls	yes	yes	yes	yes
YEAR	yes	yes	yes	yes
INDD	yes	yes	yes	yes
CEOD	no	yes	no	yes
Testing economic determinants = 0				
F-statistics	212.07	189.24	120.04	212.33
(p-value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Testing CEO effects = 0				
F-statistics		4.91		4.25
(p-value)		(0.000)		(0.000)
Adj R2	0.495	0.747	0.356	0.647
N	10999	10999	10999	10999

図表 2 : 記述統計

variable	Mean	Min	Median	Max	SD
Δ CASH	0.005	-0.169	0.003	0.177	0.038
Δ OCERR	0.000	-0.083	0.000	0.151	0.007
Δ OCOPT	0.000	-0.132	0.000	0.260	0.008
Δ MB	-0.032	-2.076	-0.008	1.922	0.401
Δ SIZE	0.016	-0.283	0.019	0.319	0.079
Δ CF	0.002	-0.222	0.002	0.221	0.060
Δ NWC	0.004	-0.175	0.005	0.184	0.044
Δ LEV	-0.007	-0.132	-0.008	0.119	0.032
Δ SDEBTISSUE	0.000	-1.000	0.000	1.000	0.712
Δ LDEBTISSUE	0.001	-1.000	0.000	1.000	0.655
Δ INDCFRISK	0.000	-0.052	0.000	0.092	0.008
Δ CAPEX	-0.001	-0.093	0.000	0.090	0.021
Δ RD	0.000	-0.019	0.000	0.018	0.003
Δ ACQUISITION	-0.001	-1.000	0.000	1.000	0.039
Δ DIV	0.003	-1.000	0.000	1.000	0.192
Δ INST	0.004	-0.148	0.003	0.151	0.037
Δ OUTSIDE	0.015	-0.175	0.000	0.214	0.052
Δ BOARDSIZE	0.008	-0.452	0.000	0.452	0.118
Δ FORSALES	0.007	-0.191	0.000	0.202	0.044
Δ BISSEG	-0.003	-0.182	0.000	0.201	0.047

図表 2 は、記述統計を示している。現金保有を示す  $\Delta Cash$  は、平均値（中央値）が 0.003（0.005）であり、2008年から2017年において現金保有が増加傾向にあることがわかる。 $\Delta OCERR$  および  $\Delta OCOPT$  の平均値と中央値は、どちらも 0.000 と推定されている。なお、図表では示していないが経営者交代が起こった期の  $\Delta OCERR$  と  $\Delta OCOPT$  は平均値と中央値がそれぞれ正の値を示している。この

ことから、本稿のサンプルにおいては経営者交代後の経営者の方が前任の経営者よりも自信過剰な傾向があると言える。

図表3はピアソンの相関係数を表している。本稿では、自信過剰な経営者による現金保有の関係を検証するため、 $\Delta CASH$ と $\Delta OCERR$ 、 $\Delta CASH$ と $\Delta COOPT$ との関係性に注目する。 $\Delta CASH$ と $\Delta COOPT$ との相関は0.036であり、 $\Delta CASH$ と $\Delta COOPT$ との相関は0.017であった。これらの結果は、経営者が自信過剰であるほど現金保有量が増えるとする予想と整合的である。

図表3：ピアソンの相関係数表

	$\Delta CASH$	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
[1] $\Delta OCERR$	0.036									
[2] $\Delta COOPT$	0.017	0.657								
[3] $\Delta MB$	0.121	0.028	0.004							
[4] $\Delta SIZE$	0.221	-0.003	-0.005	0.265						
[5] $\Delta CF$	0.430	0.033	0.011	0.106	0.019					
[6] $\Delta NWC$	-0.351	-0.033	-0.046	0.032	0.037	-0.397				
[7] $\Delta LEV$	0.118	0.033	0.011	0.017	0.234	-0.023	-0.258			
[8] $\Delta SDEBTISSUE$	0.049	0.000	0.013	-0.051	0.105	-0.190	-0.278	0.165		
[9] $\Delta LDEBTISSUE$	0.055	-0.019	-0.011	-0.029	0.072	-0.060	0.230	0.122	-0.254	
[10] $\Delta INDCFRISK$	0.006	0.005	0.003	-0.019	-0.076	-0.022	-0.032	-0.005	0.016	0.007
[11] $\Delta CAPEX$	-0.088	-0.006	0.002	-0.052	0.142	0.013	-0.074	0.082	0.086	0.129
[12] $\Delta RD$	0.107	-0.011	-0.025	0.042	0.021	0.036	0.033	0.018	0.075	0.028
[13] $\Delta ACQUISITION$	0.035	0.001	0.001	0.031	0.018	0.016	0.011	0.001	0.006	0.007
[14] $\Delta DIV$	0.003	-0.056	-0.036	0.019	0.061	0.010	0.081	-0.160	0.004	-0.029
[15] $\Delta INST$	0.021	-0.023	-0.019	0.274	0.158	0.059	0.043	-0.081	-0.015	-0.007
[16] $\Delta OUTSIDE$	-0.016	0.043	0.037	0.059	0.080	-0.005	0.012	-0.035	-0.038	0.003
[17] $\Delta BOARDSIZE$	0.004	0.006	0.017	0.040	0.095	0.002	0.033	-0.029	-0.006	-0.012
[18] $\Delta FORSALES$	-0.106	0.006	-0.007	-0.052	-0.002	0.090	0.026	-0.049	-0.031	-0.026
[19] $\Delta BISSEG$	0.016	0.011	0.024	0.011	0.021	0.009	-0.019	0.020	-0.012	-0.005
	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17]	[18]	
[11] $\Delta CAPEX$	0.025									
[12] $\Delta RD$	0.001	0.071								
[13] $\Delta ACQUISITION$	-0.014	0.011	0.006							
[14] $\Delta DIV$	-0.017	0.032	0.026	0.000						
[15] $\Delta INST$	-0.048	0.024	0.018	0.006	0.064					
[16] $\Delta OUTSIDE$	-0.040	-0.007	0.003	-0.037	0.012	0.054				
[17] $\Delta BOARDSIZE$	-0.017	-0.001	0.007	0.005	0.040	0.040	0.094			
[18] $\Delta FORSALES$	-0.063	0.027	0.005	0.007	0.094	0.091	0.019	0.004		
[19] $\Delta BISSEG$	0.027	0.007	0.002	-0.002	-0.013	0.009	0.031	0.014	-0.008	

#### IV. 分析結果

図表4は(2)式の分析結果をまとめている。図表4中の $t$ 値は業種によるクラスター・ロバスト検定を行っている。 $t$ 値の右側に記されている\*\*\*、\*\*はそれぞれ1%水準、5%水準での有意な結果を示す。

図表4のModel5は、自信過剰な経営者を $\Delta OCERR$ とした分析結果を示している。 $\Delta OCERR$ の係数( $t$ 値)は0.136 (2.239)であり、5%水準で有意な結果である。Model5の分析結果は、前任よりも自信過剰の程度が高い経営者が就任すると前任の経営者よりも企業の現金保有を高めていることを析出している。Model5のコントロール変数は $\Delta NWC$ 、 $\Delta RD$ 、 $\Delta ACQ$ と $\Delta ID$ が先行研究と同じ符号の係数かつ有意な結果を示す。また、 $\Delta FORSALES$ が予想と異なる符号の係数かつ有意な結果を示したことは今後の検討課題である。 $\Delta FORSALES$ の係数は負値であるため、海外売上高比率が増加するほど現金保有水準が減少することを示している。本稿の分析は、海外売上高比率と現金保有水準の変化を同じ期で

図表4：回帰分析

$\Delta$ CASH		Model 5		Model 6	
		coef	t-stat	coef	t-stat
(1) $\Delta$ OCERR	(+)	0.136	2.239 **		
(2) $\Delta$ OCOPT	(+)			0.018	0.339
(3) $\Delta$ MB	(?)	0.002	0.866	0.002	0.888
(4) $\Delta$ SIZE	(?)	0.149	13.861 ***	0.149	13.756 ***
(5) $\Delta$ CF	(?)	0.223	23.042 ***	0.224	23.385 ***
(6) $\Delta$ NWC	(-)	-0.225	-8.617 ***	-0.225	-8.623 ***
(7) $\Delta$ LEV	(?)	-0.058	-2.275 **	-0.057	-2.255 **
(8) $\Delta$ SDEBTISSUE	(?)	0.004	6.727 ***	0.004	6.695 ***
(9) $\Delta$ LDEBTISSUE	(?)	0.009	9.646 ***	0.009	9.634 ***
(10) $\Delta$ INDCFRISK	(+)	0.054	0.499	0.055	0.502
(11) $\Delta$ CAPEX	(?)	-0.305	-11.208 ***	-0.305	-11.289 ***
(12) $\Delta$ RD	(+)	1.006	6.031 ***	1.004	6.013 ***
(13) $\Delta$ ACQUISITION	(+)	0.026	2.845 ***	0.026	2.849 ***
(14) $\Delta$ DIV	(?)	0.005	2.879 ***	0.004	2.684 **
(15) $\Delta$ INST	(-)	-0.003	-0.182	-0.004	-0.229
(16) $\Delta$ OUTSIDE	(-)	0.002	0.227	0.003	0.290
(17) $\Delta$ BOARDSIZE	(-)	0.003	0.993	0.003	0.988
(18) $\Delta$ FORSALES	(+)	-0.078	-8.746 ***	-0.078	-8.611 ***
(19) $\Delta$ BISSEG	(?)	0.007	0.570	0.007	0.577
const		0.000	-0.002	0.000	-0.007
YEAR		yes		yes	
Adj. R2		0.378		0.370	
N		5800		5800	

観察しているため、積極的な海外展開を行うために現金が支出されたことをとらえているのかもしれない。表4のModel6は、自信過剰な経営者を $\Delta$ OCOPTとした分析結果を示している。 $\Delta$ OCOPTの係数( $t$ 値)は、0.018 (0.339)であり、Model5の $\Delta$ OCERRと同じ正の係数を示すが統計的に有意な結果ではない。このことから、過度に楽観的な経営者と現金保有との関係性があるとは言えない。

図表4の分析結果は、(特に特定情報を過信する)自信過剰な経営者の性質が現金保有を高めることを示しており、Malmendier and Tate (2005)の理論やHuang-Meier *et al.* (2016)の検証結果を支持するものである。既述の通り、特定情報への過信は、経営者の経験によって経営者自身の私的情報への過信が生じ、自信過剰が生じることを意味している。したがって、本稿の結果は、単純な経営者の楽観性ではなく、過去の経験によって積み上げられた特定情報への過信による自信過剰が、現金保有水準を増加させたことを示唆している。特に、同じ企業に所属し続けている経営者がサンプル内に多いことから、新任の経営者であっても、企業内での競争の経験が特定情報への過信を強め、現金保有水準の増加につながったと考えられる。このような分析結果は $\Delta$ OCERRや $\Delta$ OCOPTのように経営者の自信過剰の定義を区別して分析することによって得られた新しい結果である。

## V. 追加分析

### 1. 自信過剰な経営者と現金保有の動機

Huang-Meier *et al.* (2016) は、様々な現金保有に関する経営者・企業のインセンティブと実際の現金保有水準の関係が経営者の自信過剰の影響を受けるか検証しており、自信過剰な経営者では、予備的動機に関わるインセンティブが現金保有に特に影響することを明らかにしている。本稿では、こうしたインセンティブとの関係を分析していないが、この傾向は、日本と他の国では異なるかもしれない。そこで本稿でも Huang-Meier *et al.* (2016) と同様に、現金保有に関するインセンティブと $\Delta OCERR$ または $\Delta OCOPT$ との交差項を作成することで、日本企業の経営者の自信過剰の程度と現金保有水準を増加させるインセンティブとの相互作用を分析する。なお、現金保有にかかるインセンティブとしては、(2) 式のコントロール変数をそのまま使い、各コントロール変数と $\Delta OCERR$ または $\Delta OCOPT$ との交差項を含むモデルを推定した。

分析の結果は図表には示していないが、 $\Delta OCERR$ と $\Delta MTB$ との交差項が10%水準で統計的に有意かつ正の係数を示した。したがって、日本企業において自信過剰な経営者は成長機会が高い場合に現金保有をするインセンティブが強くなることが示唆される。

### 2. 自信過剰な経営者を表す他の指標での頑健性チェック

本稿では業績予想ベースの自信過剰の指標を分析に用いているが、この方法は経営者個人の自信過剰を推定できるうえに、多くの日本企業に適用可能であるものの、一方で先行研究において多く用いられる方法（例えばオプションベースの自信過剰）とは異なる指標であるため、本稿の代理変数の妥当性について頑健性を確かめる必要がある。

本稿の自信過剰の指標の頑健性を検証するために、ここでは、企業の経営行動から企業の自信過剰を測定したSchrand and Zechman (2012) の $OCFIRM4$ と $OCFIRM5$ を用いて、同様の分析結果が得られるかを確認する。Schrand and Zechman (2012) は、当該企業の投資水準、買収行動、負債比率が業種内中央値よりも大きいかどうか、また、転換社債を有しているかをカウントアップし変数化する $OCFIRM4$ と、そこに配当政策を加えた $OCFIRM5$ を企業の自信過剰指標として用いている。この方法は、企業行動から推測される企業の自信過剰指標ではあるが、財務データから容易に作成でき、オプションベースの自信過剰指標と比べて、本稿の方法と同様にデータの制約が少ない方法である。

分析結果は以下の図表5のとおりである。自信過剰の指標である $OCFIRM4$ と $OCFIRM5$ の差分である $\Delta OCFIRM4$ 、 $\Delta OCFIRM5$ の係数は、統計的に1%水準で有意かつ正值の係数が観察される。これらの結果は、図表4の主な分析結果と整合的であり、自信過剰の指標を変更しても、自信過剰の程度が増加するほど、現金保有の水準が増加することが示されている。

図表5：自信過剰な経営者を表す他の指標を用いた分析

$\Delta$ CASH		Model 7		Model 8	
		coef	t-stat	coef	t-stat
$\Delta$ OCFIRM4	(+)	0.003	3.26 ***		
$\Delta$ OCFIRM5	(+)			0.003	3.814 ***
$\Delta$ MB	(?)	0.002	1.080	0.002	1.075
$\Delta$ SIZE	(?)	0.148	13.655 ***	0.149	13.651 ***
$\Delta$ CF	(?)	0.225	23.712 ***	0.225	23.662 ***
$\Delta$ NWC	(-)	-0.222	-8.371 ***	-0.222	-8.412 ***
$\Delta$ LEV	(?)	-0.057	-2.301 **	-0.058	-2.338 **
$\Delta$ SDEBTISSUE	(?)	0.004	6.616 ***	0.004	6.546 ***
$\Delta$ LDEBTISSUE	(?)	0.009	9.461 ***	0.009	9.483 ***
$\Delta$ INDCFRISK	(+)	0.057	0.518	0.058	0.525
$\Delta$ CAPEX	(?)	-0.307	-11.38 ***	-0.307	-11.404 ***
$\Delta$ RD	(+)	0.995	5.958 ***	0.996	5.951 ***
$\Delta$ ACQUISITION	(+)	0.026	2.928 ***	0.027	2.943 ***
$\Delta$ DIV	(?)	0.004	2.735 **	0.004	2.635 **
$\Delta$ INST	(-)	-0.003	-0.198	-0.003	-0.176
$\Delta$ OUTSIDE	(-)	0.003	0.302	0.003	0.305
$\Delta$ BOARDSIZE	(-)	0.003	1.124	0.003	1.139
$\Delta$ FORSALES	(+)	-0.072	-7.637 ***	-0.072	-7.607 ***
$\Delta$ BISSEG	(?)	0.008	0.663	0.008	0.669
const		0.000	0.008	0.000	0.010
YEAR		yes		yes	
Adj. R2		0.376		0.376	
N		5800		5800	

### 3. 利益マネジメントと期待マネジメントの考慮

本稿の自信過剰な経営者の指標は経営者による利益予想と実際の利益との差を用いている。しかし、経営者が利益マネジメントや期待マネジメントを行うことでも業績予想と実際の利益の差は変動する可能性がある。実際に、Iwasaki *et al.* (2016) や浅野 (2007) は経営者が利益マネジメントや期待マネジメントを行っていることを析出しており、本稿の業績予想ベースの自信過剰にはこれらの影響が含まれている可能性がある。

そこで、この節では簡易的ではあるものの、損益計算書のボトムラインにあたる当期利益の業績予想ではなく、売上高の予想と実績値を用いて測定した自信過剰の指標を用いてその頑健性をテストする。首藤 (2010) では売上高の予想と実績値の差のヒストグラムの分析を行っており、その際、売上高の予想と実績値の差がゼロとなる付近での分布の不連続性は観察されていない。このため、ボトムラインの利益に比べれば、売上高の予想と実績値を用いることで、利益マネジメントや期待マネジメントの影響を緩和できる可能性がある。

具体的には、自信過剰な経営者を (1) 式の  $FERR$  を期初の売上高予想と売上高との差を期初総資産で除したものを絶対値化した変数である  $FERRS$  に変更し、経営者固定効果で推定された係数を

図表6：売上高の予想と実績値を用いた分析

$\Delta$ CASH		Model 9		Model 10	
		coef	t-stat	coef	t-stat
(1) $\Delta$ OCERRS	(+)	0.033	1.712 *		
(2) $\Delta$ OCOPTS	(+)			0.009	0.401
(3) $\Delta$ MB	(?)	0.002	0.867	0.002	0.893
(4) $\Delta$ SIZE	(?)	0.149	13.738 ***	0.149	13.830 ***
(5) $\Delta$ CF	(?)	0.224	23.388 ***	0.224	23.322 ***
(6) $\Delta$ NWC	(-)	-0.224	-8.574 ***	-0.225	-8.583 ***
(7) $\Delta$ LEV	(?)	-0.057	-2.243 **	-0.056	-2.249 **
(8) $\Delta$ SDEBTISSUE	(?)	0.004	6.705 ***	0.004	6.681 ***
(9) $\Delta$ LDEBTISSUE	(?)	0.009	9.590 ***	0.009	9.639 ***
(10) $\Delta$ INDCFRISK	(+)	0.055	0.500	0.055	0.503
(11) $\Delta$ CAPEX	(?)	-0.305	-11.300 ***	-0.305	-11.225 ***
(12) $\Delta$ RD	(+)	1.002	6.029 ***	1.005	6.067 ***
(13) $\Delta$ ACQUISITION	(+)	0.026	2.847 ***	0.026	2.850 ***
(14) $\Delta$ DIV	(?)	0.004	2.648 **	0.004	2.669 **
(15) $\Delta$ INST	(-)	-0.004	-0.244	-0.004	-0.234
(16) $\Delta$ OUTSIDE	(-)	0.003	0.313	0.003	0.302
(17) $\Delta$ BOARD SIZE	(-)	0.003	1.003	0.003	1.000
(18) $\Delta$ FORSALES	(+)	-0.077	-8.512 ***	-0.077	-8.653 ***
(19) $\Delta$ BISSEG	(?)	0.007	0.581	0.007	0.581
const		-0.001	-0.085	-0.000	-0.031
YEAR		yes		yes	
Adj. R2		0.374		0.374	
N		5800		5800	

OCERRSとし、(1) 式のFBIASを期初の売上高予想と売上高との差を期初総資産で除した変数(FBIASS)に変更し、経営者固定効果で推定された係数をOCOPTSとする。そのうえで(2)式同様に、OCERRSとOCOPTSのt期とt-1期の差分( $\Delta$ OCERRS、 $\Delta$ OCOPTS)を説明変数とした(2)式を推定する。

分析結果は以下の図表7で示されるとおりである。 $\Delta$ OCERRSを説明変数とした分析では、10%水準であるものの、 $\Delta$ OCERRSの係数に関して統計的に有意な正值の係数が推定されており、図表4の $\Delta$ OCERRの係数と同じ傾向を示した。 $\Delta$ OCOPTSを説明変数とした分析では有意ではなかったが、この点は図表4の $\Delta$ OCOPTの係数と同様の符号である。以上のことから、本稿で用いた業績予想ベースの自信過剰な経営者を示す指標は利益マネジメントや期待マネジメントの影響を考慮しても、頑健性のある分析結果であるといえる。

#### 4. 業績予想の修正回数の考慮

本稿での自信過剰な経営者を表す指標は、期初業績予想を用いて推定している。しかし、経営者は期初業績予想が実際の利益と乖離することが見込まれると、業績予想の修正を通して実際の利益に近づけることができる。この点、例えばTazawa and Tashiro (2020)は、日本では経営者による業績予想を

頻繁に修正することで、より適切な適時開示が行われていることを示している。したがって、たとえ期初予想に実績値とは大きく異なる業績予想を開示した経営者であっても、期中に予想を頻繁に修正する場合、その業績予想誤差は自信過剰とは区別されるべきかもしれない。

このため本稿では、経営者による業績予想として経営者による当期純利益予想の修正回数が中央値を含めて中央値よりも少ないサブサンプルと、中央値よりも多いサブサンプルに分けて（2）式の推定を行う。ここで修正回数の少ないサブサンプルの方が、当期純利益予想と実際の利益との差が解消されにくく、自信過剰な経営者の影響が検出されやすいと予想される。

図表7は各サブサンプルによる推定結果をまとめている。図表7の分析結果では経営者による当期純利益予想の修正が少ないサブサンプルにおいて、 $\Delta OCERR$ の係数が統計的に10%水準で有意かつ正の符号であった。一方、修正回数が多いサブサンプルでは統計的に有意な $\Delta OCERR$ の係数は推定されず、推定された係数の大きさも修正回数が多いサブサンプルに比べてかなり小さな値となっている。同様に図表8を見ると、 $\Delta COOPT$ の分析結果は、どちらのサブサンプルも有意ではないものの、修正回数

図表7：業績予想の修正回数の考慮した分析①

	Model 11			Model 12		
		revision <= median		revision > median		
	$\Delta$ CASH	coef	t-stat	coef	t-stat	
(1)	$\Delta OCERR$	(+)	0.311	1.807 *	0.036	0.632
(2)	$\Delta COOPT$	(+)				
(3)	$\Delta MB$	(?)	0.000	0.117	0.003	1.358
(4)	$\Delta SIZE$	(?)	0.166	14.854 ***	0.136	9.884 ***
(5)	$\Delta CF$	(?)	0.217	18.876 ***	0.231	16.910 ***
(6)	$\Delta NWC$	(-)	-0.246	-7.243 ***	-0.201	-8.973 ***
(7)	$\Delta LEV$	(?)	-0.096	-2.653 **	-0.033	-1.899 *
(8)	$\Delta SDEBTISSUE$	(?)	0.003	4.606 ***	0.004	6.167 ***
(9)	$\Delta LDEBTISSUE$	(?)	0.008	10.266 ***	0.009	5.649 ***
(10)	$\Delta INDCFRISK$	(+)	0.148	1.160	-0.069	-0.746
(11)	$\Delta CAPEX$	(?)	-0.328	-10.485 ***	-0.273	-8.060 ***
(12)	$\Delta RD$	(+)	1.031	4.401 ***	0.996	5.132 ***
(13)	$\Delta ACQUISITION$	(+)	0.029	2.783 ***	0.015	1.928 *
(14)	$\Delta DIV$	(?)	0.004	1.039	0.005	2.525 **
(15)	$\Delta INST$	(-)	-0.006	-0.367	0.002	0.090
(16)	$\Delta OUTSIDE$	(-)	-0.003	-0.179	0.009	0.681
(17)	$\Delta BOARD SIZE$	(-)	0.000	0.090	0.006	1.378
(18)	$\Delta FORSALES$	(+)	-0.074	-6.213 ***	-0.083	-8.351 ***
(19)	$\Delta BISSEG$	(?)	-0.000	-0.024	0.015	1.222
	const		-0.033	-1.053	0.004	0.314
	YEARD		yes		yes	
	Adj. R2		0.369		0.384	
	N		3213		2587	

注：revisionは企業が開示する経営者による当期純利益予想の修正回数を示す。medianは経営者による当期純利益予想の修正回数の分析サンプル内における中央値を示す。

図表 8 : 業績予想の修正回数の考慮した分析②

		Model 13		Model 14	
		revision ≤ median		revision > median	
Δ CASH		coef	t-stat	coef	t-stat
(1)	Δ OCERR (+)				
(2)	Δ OCOPT (+)	0.069	0.495	-0.011	-0.204
(3)	Δ MB (?)	0.000	0.133	0.003	1.374 **
(4)	Δ SIZE (?)	0.167	14.524 ***	0.136	9.796 ***
(5)	Δ CF (?)	0.217	19.395 ***	0.231	16.924 ***
(6)	Δ NWC (-)	-0.245	-7.254 ***	-0.201	-9.005 ***
(7)	Δ LEV (?)	-0.096	-2.586 **	-0.032	-1.901 *
(8)	Δ SDEBTISSUE (?)	0.003	4.626 ***	0.004	6.036 ***
(9)	Δ LDEBTISSUE (?)	0.008	10.221 ***	0.009	5.645 ***
(10)	Δ INDCFRISK (+)	0.146	1.128	-0.068	-0.729
(11)	Δ CAPEX (?)	-0.327	-10.624 ***	-0.273	-8.102 ***
(12)	Δ RD (+)	1.021	4.420 ***	0.997	5.142 ***
(13)	Δ ACQUISITION (+)	0.029	2.782 ***	0.015	1.927 *
(14)	Δ DIV (?)	0.003	0.953	0.005	2.432 **
(15)	Δ INST (-)	-0.008	-0.463	0.002	0.080
(16)	Δ OUTSIDE (-)	-0.002	-0.132	0.010	0.691
(17)	Δ BOARDSIZE (-)	0.001	0.121	0.006	1.360
(18)	Δ FORSALES (+)	-0.073	-5.801 ***	-0.083	-8.378 ***
(19)	Δ BISSEG (?)	0.000	0.000	0.015	1.238
	const	-0.034	-1.062	0.004	0.313
	YEAR	yes		yes	
	Adj. R2	0.367		0.384	
	N	3213		2587	

注：revisionは企業が開示する経営者による当期純利益予想の修正回数を示す。medianは経営者による当期純利益予想の修正回数の分析サンプル内における中央値を示す。

が少ないサブサンプルよりも修正回数が多いサブサンプルの方がΔ OCOPTの係数が小さく推定されている。これらのことから、経営者による業績予想の期中の修正を考慮した場合、業績予想の修正回数が少ないサブサンプルにおいて自信過剰な経営者の影響が強くみられた。

## VI. まとめ

本稿では、経営者が自信過剰になることで、現金保有の水準が増加するかどうかを検証した。自信過剰な経営者は積極的な投資を行う反面、投資プロジェクトに利用する資金が不足するときには企業外部からの資金調達ではなく、投資や配当を抑制するなど企業内部からの資金調達が好むため(Malmendier and Tate, 2005; Deshmukh *et al.*, 2013; Huang-Meier *et al.*, 2016; Aktas *et al.*, 2019)、他の経営者よりも多くの現金を保有することが予想される。本稿の分析結果は、自信過剰な経営者の中でも特定情報を過信する経営者が現金保有に影響することを析出した。

本稿の貢献は、自信過剰な経営者が現金保有を高めるということが日本のデータによっても示されたことである。積極的な投資を行う自信過剰な経営者と現金保有との関係性は、積極的予備的動機をアンケート調査から明らかにした佐々木他（2016）の分析結果を補強するものである。さらに、本稿では Bamber *et al.*（2010）や Hilary and Hsu（2011）を参考にし、経営者による業績予想から経営者の固定効果を推定する手法で分析したことで、自信過剰な経営者の特性を区別したことから、手法における貢献もある。

本稿の検証課題は  $\Delta COOPT$  の測定方法が不正確かもしれないという点である。Hilary *et al.*（2016）は、楽観的な経営者を測定した変数として、経営者予想が発表された時点の経営者による業績予想とアナリストによる業績予想の差を分析に利用し、経営者による業績予想が発表された時点の経営者の楽観性をとらえている。本稿では、多くのサンプルを確保することでサンプル・セレクション・バイアスを緩和するために、アナリストが評価する企業のみをサンプルの対象とするアナリストによる業績予想を採用していなかった。しかし、自信過剰な経営者の中でも楽観的な経営者の影響は Malmendier and Tate（2005）が示唆するとおり、企業の投資行動や資金調達に大きな影響があると考えられる。そのため、今後は日本企業においても楽観的な経営者が企業の意思決定に影響することに関して研究を進める必要がある。

#### 注

- 1) Aktas *et al.*（2019）は、Malmendier and Tate（2005）の議論に加えて、自信過剰な経営者が現金を留保することによって現金の価値を高めることを検証した。
- 2) Bamber *et al.*（2010）は、経営者による業績予想誤差に影響する経営者の特性として、会計、金融、法律関連の就業経験や従軍経験、第二次世界大戦を経験していること、MBAを卒業していることを挙げている。しかし、このことを検証した回帰分析における自由度修正済み決定係数は1%と小さく、上記の要因以外の経営者特性（例えば本稿で扱った自信過剰など）も影響していると考えられる。
- 3) Bamber *et al.*（2010）では、アナリストの業績予想の幅、アナリストの数、訴訟リスク、集団訴訟の有無、修正再表示、予想ホライズン（経営者予想発表から決算日までの日数）もコントロール変数として用いている。本稿の分析では、データを取得できない観測値が多くあるためアナリストに関する変数や訴訟リスク、集団訴訟、修正再表示の変数を用いていない。また、本稿で用いる経営者業績予想はすべて期初予想値であるため、ホライズンも用いていない。
- 4) はずれ値をサンプルから除外する方法は、例えば Dechow and Dichev（2002）、Yamada（2014）において行われている。本稿では、Yamada（2014）と同様に各変数の平均値  $\pm 3$  標準偏差を超えた観測値をはずれ値とした。

#### 参考文献

- 浅野敬志（2007）「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」『経営分析研究』第22巻、pp.33-42。
- 太田裕貴（2019）「経営者の自信過剰が企業投資に与える影響—経営者利益予想に注目して—」『静岡産業大学情報学部研究紀要』第21巻、pp.77-97。
- 佐々木隆文、佐々木寿記、胥鵬、花枝英樹（2016）「日本企業の現金保有と流動性管理—サーベイ調査による分析—」『現代ファイナンス』第37巻、pp.19-48。
- 首藤昭信（2010）『日本企業の利益調整—理論と実証—』中央経済社。
- Aktas, N., C. Louca, and D. Petmezas（2019）“CEO Overconfidence and the Value of Corporate Cash Holdings.” *Journal of Corporate Finance*, Vol.54, pp.85-106.
- Bamber, L. S., J. Jiang, and I.Y. Wang（2010）“What’s My Style? The Influence of top Managers on Voluntary Corporate financial Disclosure.” *The Accounting Review*, Vol.85, No.4, pp.1131-1162.
- Bates, T.W., K.M. Kahle, and R.M. Stulz（2009）“Why Do U.S. Firms Hold so Much More Cash than They Used to?” *Journal of Finance*, Vol.64, No.5, pp.1985-2021.
- Cheng, S.（2008）“Board size and the variability of corporate performance.” *Journal of Finance and Economics*, Vol.87, No.1,

- pp.157-176.
- Chyz, J. A. (2013) "Personally tax aggressive executives and corporate tax sheltering." *Journal of Accounting Economics*, Vol.56, No.2-3, pp.311-328.
- Chyz, J. A., F. B. Gaetner, A. Kausar, and L. Watson (2019) "Overconfidence and Tax Policy." *Review of Accounting Studies*, Vol.24, No.3, pp.1114-1145.
- Dechow, P.M. and I.D. Dichev (2002) "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors." *The Accounting Review*, Vol.77, No.4, pp.35-59.
- De Simone, L., J.D. Piotroski, and R.E. Tomy (2019) "Repatriation Tax and Foreign Cash Holdings: The Impact of Anticipated Tax Reform." *Review of Financial Studies*, Vol.32, No.8, pp.3105-3143.
- Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe (2013) "CEO overconfidence and dividend policy." *Journal of Financial Intermediation*, Vol.22, No.3, pp.440-463.
- Duchin, R. (2010) "Cash Holdings and Corporate Diversification." *Journal of Finance*, Vol.65, No.3, pp.955-992.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew (2010) "The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance." *The Accounting Review*, Vol.85, No.4, pp.1163-1189.
- Ferris, S. P., N. Jayaraman, and S. Sabherwal (2013) "CEO Overconfidence International Merger and Acquisition Activity." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.48, No.1, pp.137-164.
- Goel, A.M. and A.V., Thakor (2008) "Overconfidence, CEO Selection and Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol.63, No.6, pp.2737-2784.
- Hambrick, D. C. (2007) "Upper Echelons Theory: An Theory." *Academy Management Review*, Vol.32, No.2, pp.334-343.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason (1984) "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers." *Academy Management Review*, Vol.9, No.2, pp.193-206.
- Hilary, G., and C. Hsu (2011) "Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.51, No.3, pp.300-313.
- Hilary, G., C. Hsu, B. Segal, and R. Wang (2016) "The Bright Side of Managerial Over-Optimism." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.62, No.1, pp.46-64.
- Hirshleifer, D., A. Low, and S. H. Teo (2012) "Are Overconfident CEOs Better Invoertors?" *Journal of Finance*, Vol.67, No.4, pp.1457-1498.
- Hribar, P., and H. Yang (2016) "CEO Overconfidence and Management Forecasting." *Contemporary Accounting Research*, Vol.33, No.1, pp.204-227.
- Huang-Meier, W., N. Lambertides, and J. M. Steeley (2016) "Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect." *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.47, No.3, pp.699-732.
- Iwasaki, T., N. Kitagawa and A. Shuto (2016) "Managerial Discretion over Initial Earnings Forecast." *CARF Working Paper*, No.369.
- Kato, K., M. Li and D.J. Skinner (2017) "Is Japan Really a "Buy"? The Corporate Governance, Cash Holdings and Economic Performance of Jaoanese Companies." *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.44, No.3 & 4, pp.480-523.
- Malmendier, U., and G. Tate (2005) "CEO Overconfidence and Corporate Investment." *Journal of finance*, Vol.60, No.6, pp.2661-2700.
- Malmendier, U., and G. Tate (2008) "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's reaction." *Journal of financial economics*, Vol.89, No.1, pp.20-43.
- Malmendier, U., G. Tate and J. Yan (2011) "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies." *Journal of Finance*, Vol.66, No.5, pp.1687-1733.
- Schrand, C.M., and S.L. Zechman (2012) "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.53, No.1-2, p.p. 311-329.
- Tazawa, M., and T. Tashiro (2020) "Predisposed Opportunities: Incentives for Earnings Forecasts Revision by Management under the Japanese 'Timely Disclosure Rules.'" *International Journal of Economic and Accounting*, Forthcoming.
- Yamada, A. (2014) "Mandatory Management Forecasts, Forecast revisions, and Abnormal Accruals." *Asian Accounting Review*, Vol.24, No.3, pp.295-312.

---

研究論文

---

経営分析研究  
第36巻第1号（通巻36号）  
2023年6月  
pp. 19-41

日本経営分析学会  
日本経済会計学会

# 銀行業の監査における貸倒引当金に関する KAMの類似性の分析

佐々木 貴 司(早稲田大学)

2022年2月8日受付；2022年5月10日改訂稿受付；2022年7月29日論文受理；  
2023年3月9日オンライン利用可能

## Abstract

グローバル金融危機や不正事案を背景に、各国において監査報告書の大幅な改革が進められているが、日本でも2021年3月期から「監査上の主要な検討事項」(KAM)の記載が求められることになり、長文監査報告書の時代が始まった。本稿では銀行業におけるKAM(米国ではCAM)の項目や記載内容について、国別の比較やテキスト分析により、初年度の適用の実態を分析した。その結果、日本の銀行の監査報告書におけるKAMは、財務諸表項目に直接関連する項目のみが選定されるなど、同じ国際監査基準 (ISA) をベースにしている英国よりも、米国のスタイルに近いことがわかった。また、銀行の信用リスクに関するKAMの記載内容についてTF-IDFコサイン類似度を算出したところ、同一の監査人が作成したKAMでは、使用されている用語の類似度が高いという結果となった。このことは、KAMの記載内容の一部にボイラープレート化の傾向が見られることを示している。

**Keywords** : 監査上の主要な検討事項 KAM 監査報告書改革 TF-IDF コサイン類似度

**【謝辞】** 本稿は日本経済会計学会第2回秋季大会で行った一般報告をもとに、内容を一部加筆・修正したものです。報告においては、司会をお引き受けいただいた林隆敏先生（関西学院大学）及びご参加いただいた先生方並びに査読者の先生方より有益なコメントをいただきました。ここに記して御礼申し上げます。なお、本稿における意見は筆者個人の意見であり、表記及び内容の誤りはすべて筆者の責任に帰属します。

---

Corresponding Author: Takashi Sasaki, Graduate School of Commerce, Doctoral Course, Waseda University  
佐々木貴司 早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程

©2020 The Japanese Society for Business Analysis and The Japanese Association for Research in Disclosure  
All rights reserved.

*The Journal of Business Analysis*  
Vol. 36, Issue. 1 (No. 36)  
June 2023  
pp. 19-41

The Japanese Society for Business Analysis  
The Accounting and Economic Association of Japan

# Analysis of the similarity of Key Audit Matters on the allowance for credit losses in the Banking industry

Takashi Sasaki, Waseda University

Submitted February, 8, 2022; Revised May, 10, 2022;

Accepted July, 29, 2022; Available online March, 9, 2023

## Abstract

Against the backdrop of the global financial crisis and fraud scandals, major audit report reforms are underway in many countries. In Japan, the era of long-form audit reports has begun by introducing "Key Audit Matters (KAM)", which are required from the fiscal year ending March 2021. This paper uses a text mining approach to analyze the first-year application of KAM in the banking industry, while comparing the items and descriptions by country. The results showed that KAM in Japanese banks' audit reports is closer to the style of the U.S. than that of the U.K., which is based on the same International Standards on Auditing (ISAs). Additionally, the results showed that the terms used in KAMs by the same auditor were highly similar when TF-IDF cosine similarity was calculated for KAM descriptions. This indicates a boilerplate tendency in some of the KAM descriptions.

**Keywords:** Key Audit Matters; KAM; Audit Report Reform; TF-IDF; Cosine Similarity

## I. はじめに

日本の有価証券報告書提出企業の監査では、2021年3月31日以後終了する事業年度から、監査報告書に「監査上の主要な検討事項」(Key Audit Matter、以下KAM)の記載が求められるようになった<sup>1)</sup>。これまでの監査報告書では、日本公認会計士協会が実務指針で提供している標準文例に基づき、後発事象や限定事項など例外的な場合を除き、ほぼ同一の文言で監査意見が表明されていた。ところが不正会計事案の発生により失われた監査の信頼性を回復するために、2018年7月に企業会計審議会による答申書「監査基準の改訂に関する意見書」が公表され、監査の透明化及び監査人の説明責任の強化を目的としたKAMの記載が制度化された。これを受けて2019年2月に監査基準委員会報告書(以下監基報)

701「独立監査人の監査報告書における監査上の主要な検討事項の報告」が公表され、2021年3月期より、監査人は自らが実施した監査に関して重点を置いて検討した事項について、「監査上の主要な検討事項」の区分を設け、①関連する財務諸表注記への参照、②個々の監査上の主要な検討事項の内容、③当該事項を監査上の主要な検討事項に決定した理由、④当該事項に対する監査上の対応、を監査報告書に記載することが求められることとなった。

監査報告書に標準的な文言以外の記載を求め、情報としての価値を高めることを目的とした監査報告書改革は、世界各国でも同様の動きが広がっている。欧州諸国では、例えば英国において2013年6月に公表された国際監査基準（International Standard on Auditing、以下ISA）（UK and Ireland）700<sup>2)</sup>によって、2012年10月1日以降開始事業年度より監査報告書に「重要な虚偽表示リスク」（Risks of material misstatement）に関する情報の開示が求められるなど、すでにKAMあるいはKAM相当の記載が求められている。また米国でも2017年6月に監査基準（Auditing Standard、以下AS）3101が公開企業会計監視委員会（Public Company Accounting Oversight Board、以下PCAOB）によって採択され、2019年6月30日以降終了事業年度から「監査上の重要な事項」（Critical Audit Matter、以下CAM）の開示が大規模早期適用会社に、2020年12月15日以降終了事業年度ではすべての公開会社に求められることとなった<sup>3)</sup>。

これまでの監査報告書は、標準的な文例に基づいた定型的な文章、いわゆるボイラープレート（Boilerplate）となっており、情報としての価値が認められないという批判を受けることが多く、これに応えることを目的として、各国において監査報告書改革が進められてきた。ここでいうボイラープレートとは、記載内容において監査対象の企業あるいは監査に関する固有の説明が乏しく、一般的、共通的な説明が多いために、情報としての価値が低い記載を指している。企業会計審議会（2018）においても、監査報告書改革により導入されたKAMの記載を有意義なものとするためには、「監査人が監査役等に対して行う報告内容を基礎として、当該財務諸表の監査に固有の情報を記載することが重要」<sup>4)</sup>であるとしている。KAMが導入された目的に照らすと、監査報告書改革の評価は、監査人がKAMを通じて一般的、定型的な記載、すなわちボイラープレートから脱却し、付加価値を有する固有の情報を提供できるかにかかっていると言えるだろう。

本稿では、日本の初年度のKAM適用の実態を明らかにするために、はじめに日米英の銀行業<sup>5)</sup>を営む会社の貸倒引当金に関するKAMおよびCAMについて、選定された個数と記載項目を比較することによって、日本の銀行業に対する監査報告書のKAMにどのような特徴があるかを分析した。次に、各社の監査報告書に記載されたKAMのボイラープレート化の傾向を確かめるため、テキスト分析の手法を用いてKAMの記載内容の類似度を計量化し、画一的な記載の有無を検証した。なお本稿では、KAMの項目を分類する場合に、銀行の貸倒引当金の算定プロセスに関する項目、例えば債務者区分の方法、貸倒実績率の算定、個別貸倒引当金の計算方法等をすべて貸倒引当金に関するKAMとして分類する。

分析の結果、日本の会社の監査報告書におけるKAMは、貸倒引当金に関する項目を中心に、財務諸表項目に直接関連する項目のみが選定されるなど、個数や選定される項目の点においては、英国よりも米国に近い実態が明らかになった。また、テキスト分析により類似度を測定する手法の一つである

TF-IDFコサイン類似度を利用して、貸倒引当金に関するKAMの記載内容の類似度を算出したところ、同一監査人が作成したKAMとの間では、他の監査人が作成したKAMに比較して、記載内容の類似度が高いという結果が判明した。そしてKAMの記載事項のうち「監査上の主要な検討事項の内容及び決定理由」（以下、「内容及び決定理由」）は、監査対象となる会社の財務諸表注記である「重要な会計上の見積り」との類似度が高いことも明らかになった。

なお本稿で言う監査人とは、財務諸表監査を実施する外部監査人を指している。これに対して、監査を担当する業務執行社員個人を指す場合には監査パートナー、監査人が所属する組織を指す場合には監査事務所としている。ちなみに日米英とも監査人はすべて監査法人であり、公認会計士が個人または共同で監査人を務めるケースはない。

本稿は、銀行業にフォーカスしてKAMの記載内容を分析し、日本の銀行業監査のKAMの特性を明らかにしているという点で、KAMの業種別特性の解明に貢献する。また、テキスト分析の手法を用いてKAMの記載内容の類似度を計量化し、分析を行った点では、新たに導入されたKAMが情報としての価値を有しており、導入の目的を達成しているかを検証するうえで意義があるものと考えられる。

本稿の構成は、第Ⅱ章で主にKAMの情報価値あるいは記載内容の類似度に関する先行研究をレビューしたうえで、記載内容の類似性に関する仮説を設定する。第Ⅲ章では日米英のKAMの記載内容の特徴を分析し、実務における適用状況を比較したうえで、第Ⅳ章ではテキスト分析により、KAMの記載内容の類似度を算出して比較し、第Ⅴ章で結論をまとめる。

## Ⅱ. 先行研究と仮説の設定

### 1. 先行研究

Church et al. (2008) は従来の定型的な文言による監査報告書モデルについて評価し、コミュニケーションにおける価値はほとんど存在せず、利用者と監査人との間の期待ギャップは長期間にわたり解消されていないと指摘した。またMock et al. (2013) は、時代や国を問わず、多くの研究ではボイラープレートを超えた報告モデルへの変更が重要であることを一貫して示唆していると分析し、企業や監査に関する具体的な情報を伝達するモデルを提言している。

その後、監査報告書改革により各国でKAMが導入されることとなり、KAMが監査報告書の情報価値を高めているかに関する研究が公表された。市場や投資家あるいは監査に与える影響の観点から検証した研究として、Gutierrez et al. (2018)、Gutierrez et al. (2021) 及びBédard et al. (2019) などがある。それぞれ英国及びフランスのKAM<sup>6)</sup> 導入による投資家や監査の品質に対する影響を分析しているが、その結果、いずれも有意な影響を与えたとの結論は得られず、監査報告書の改革が追加的な情報価値を生み出すことには懐疑的な結論に至っている。これに対してReid et al. (2019) は、英国プレミア市場の企業の異常アクルーアル、アナリスト予想との一致度、利益反応係数 (Earnings Response Coefficient) を分析し、KAMの導入は財務報告の質の向上を導いていると主張している。また米国のCAMに関する研究では、Klevak et al. (2020) はCAMによる開示量が多いほど投資家はネガティブなシグナルと解釈することを示し、Burke et al. (2021) は予想外のCAMが報告された時に市場がネ

ガティブな反応を示すことを明らかにしている。

さらにKAMおよびCAMの開示に関する監査人側のインセンティブという観点から分析した研究を見ると、Minutti-Meza（2021）は、現在のKAMおよびCAMの制度運用の課題について触れ、現行の規制では未公表の情報の提供を義務付けるルールになっていないこと、および追加的な情報を提供することによって監査報酬の増加やシェアの拡大のようなインセンティブに結びつかないことを指摘している。またBrasel et al.（2016）は、導入前に実施した実験研究から、監査人は訴訟リスクを避けるためにCAMを多く開示するインセンティブがあるが、一方で定型的なCAMが増加することにより、制度導入の意図を損なう可能性があるという見解を示している。

これらに見られるように、KAM導入の効果について、市場や投資家に与える影響という観点からの研究は、現時点では様々な見解が交錯している。

KAMの情報価値を記載内容の観点から分析した研究には主に、記載内容の類似性を計量化して比較した研究と、提供される情報から個別性を有する固有の語句を抽出し、分析するという2つのアプローチがある。

KAMの記載内容の類似性を計量化した研究では、Löw and Mollenhauer（2019）がある。この研究では、欧州の90の銀行業を営む会社を対象にKAMの項目と会社の特徴を分析し、選定される項目の要因を特定するとともに、KAMに選定されている上位5項目（貸倒引当金、金融商品時価、IT、法務関連および税金）についてテキスト分析による類似性を比較した結果、監査人の間での類似性はほとんど見られないことから、KAMは年次報告の情報の価値を向上させているという結論を導いている。

またBurke et al.（2021）は、CAMの記載内容をコサイン類似度スコアを利用することにより、2018年から2019年にかけて、CAMの記載内容と脚注の記載内容の類似度が高くなっていることを示し、経営者による開示がCAMの影響を受けて財務報告プロセスの改善につながる可能性を指摘している。

欧米の会社以外の会社を対象とした研究では、Zeng et al.（2021）が2017年に導入された中国企業のKAMの記載内容について、テキスト分析によって特異性、類似性、可読性、長さの4つの指標を利用して分析している。その結果、KAMの記述はより具体的で、かつ類似性が低いものであり、ボイラープレート化の懸念は見られないこと、また、新しいKAMの規制は中国において監査の質の向上に貢献していることを主張している。

KAMの記載内容を類似性以外の観点から分析しているものとしては、Rousseau and Zehms（2020）による、ロンドン証券取引所の上場企業のKAMについて、読みやすさを表すFog指数やKAMの長さ、さらにはLIWC（Linguistic Inquiry Word Count）と呼ばれる言語を感情表現の種類で分類するためのツールを用いた研究がある。彼らはこれらのツールで測定した認知的複雑性のスコアなどを目的変数とした回帰分析を行い、KAMの決定に及ぼす影響を分析した。その結果、KAMの決定においては、監査事務所の意思決定スタイルよりもパートナーの意思決定スタイルの方が、より高い説明力を有することが明らかになった。これにより、KAMが監査事務所によってボイラープレート化する懸念を低減するものの、その一方で、パートナー間での比較可能性を損なうという見解を示している。

KAMの歴史は比較的浅いため、テキスト分析の手法で類似度を比較している先行研究は必ずしも多くはないが、企業情報開示に関連した類似度分析の研究は以前から行われている。例えばBrown and

Tucker (2011) は、経営者による検討及び分析 (Management Discussion and Analysis、以下 MD & A) の有用性を検証するために、当期と前期の MD&A の類似度を算定し、株価の反応等との関係进行分析している。

提供される情報から個別性を有する語句を抽出して分析するアプローチを採用した研究では、KAM を対象としたものではないが、Lang and Stice-Lawrence (2015) が42か国の15,000社以上の年次報告書のテキストについて、開示の長さ、ボイラープレートの存在、比較可能性等に着眼して分析を行い、国際財務報告基準 (Internal Financial Reporting Standards、以下 IFRS) の導入を契機に、開示量の増加及びボイラープレートの減少などの改善を示していることを指摘している。また Hope et al. (2016) は米国の年次報告書 (Form 10-K) のリスク要因の開示について、具体性の水準を定量化した Specificity という指標を利用して分析し、具体性が高い開示は財務諸表利用者にとって利便性をもたらすと結論付けている。

日本における KAM の研究は、まだ導入から間もないため海外事例の研究が中心となっている。小松 (2019) は先行して導入された欧州の事例を中心に制度間比較を行っており、佐久間 (2019) はアジア諸国も含めた各国の開示実態の調査のほか、学術的研究の動向を報告している。

KAM の記載内容の類似性に触れた研究を見ると、松本 (2020) は2019年に試行で開示された三菱ケミカルホールディングス社の「監査上の主要な検討事項に相当する事項の報告」をもとに、注記の内容との類似性を比較し、単語レベルでは重複している文言が多いが、文脈レベルでは一定の独自性が見られるとの分析を示している。また、矢澤 (2021) は2020年3月期の先行適用のデータを基に記載内容を分析し、可読性と固有表現に着目して、「内容及び決定理由」<sup>7)</sup> は固有表現が比較的多い一方で、可読性が低く、「監査上の対応」は固有表現が少ないが可読性は高いことを明らかにしている。なおここでの固有表現とは、テキスト指標を分析して場所、人物、組織を表現したものを指している。

さらに日本公認会計士協会 (2021) は2021年3月期の上場会社2,342社の KAM の開示内容を分析し、早期適用レポートの指摘はおおむね改善されていることに加え、一部を除いてボイラープレート化の傾向は見られなかったとの見解を述べている。

KAM 以外の企業情報開示に関するテキスト分析による類似性比較に関する研究では、西野 (2017) が有価証券報告書の「対処すべき課題」の前年度と当年度の類似度を評価するために、テンプレートマッチング手法の一つである二乗和を用いて計算し、変化の程度をもって企業の安定性を判定している。

本稿は銀行業を営む会社を分析の対象としているが、銀行業を取り上げた研究としては、前述した Löw and Mollenhauer (2019) のほか、Pinto and Morais (2019) がある。後者の研究では、銀行業は業務内容が複雑であるため、監査人は一般的により多くの KAM を記載する可能性があるにもかかわらず、現実には KAM の数は少なく、これは当局の規制・監督を受けていることと関連しているのではないかとの見方を示している。林 (2016) や小松 (2020) の研究でも、主に英国の事例をもとに、金融機関あるいは銀行業に対する監査報告書では KAM の数が平均よりも少なくなっていることを明らかにしている。

## 2. 仮説の設定

監査人がKAMによって情報価値の高い固有の情報を提供するためには、KAMの記載内容を一般的、定型的な情報で構成することを避け、当該企業の財務諸表監査に固有の情報を提供することが必要である。本節ではこの点を検証するために、①他の会社のKAMとの類似度、②監査対象となる会社が提供する情報との類似度の2つの観点から仮説を設定した。

なお、本稿の類似性の分析に関する仮説は、貸倒引当金に関するKAMおよびCAMに限定している。

### (1) 他の会社のKAMとの類似度

英国財務報告協議会（The Financial Reporting Council、以下FRC）（2015）及びFRC（2016）は、KAMの適用初年度は一般的な語句の使用が多く見られ、それが2年度には減少したという結果を報告している。

監査報告書のボイラープレート化について、Rousseau and Zehms（2020）は、Fog指数の分析により、KAMの決定にあたり監査事務所と監査パートナーはそれぞれ独自のスタイルを持っていることを示している。そのなかで監査事務所は、均質なレベルの監査品質を保証するために、監査実務の標準化を重視し、KAMの報告でも訴訟リスクと意思決定の効率化のため、定型的なKAMを好む傾向があると指摘する。しかしその一方で、監査パートナーは、専門家として独自のスタイルで固有の意思決定を行っている結果、監査報告書が定型化する懸念は払拭されていることを示している。

これに対してMinutti-Meza（2021）、Brasel et al.（2016）のように、監査人側のインセンティブの問題、つまり報酬の増加やシェアの拡大、さらには訴訟リスクへの備えなどに関連して、定型的なCAMが増加することを懸念する先行研究も見られる。

2021年3月期からKAMの記載が強制適用となった日本の監査においても、それぞれの監査事務所では、品質管理や効率性を重視して、参考ひな形の共有やKAM記載案の法人内でのレビューが行われていることが想定される。町田他（2021）の座談会においても、日本での導入初年度の結果を踏まえ、KAMのボイラープレート化の懸念が共通の課題として認識されている。このような状況を考慮すると、導入初年度の銀行業を対象とした監査の貸倒引当金のKAMが、監査人ごとに定型化している可能性が考えられることから、以下の仮説を設定した。

*仮説1：貸倒引当金に関するKAMを他の会社のKAMの記載内容と比較すると、同一の監査人が担当する会社のKAMのほうが、監査人が異なる会社のKAMと比べて類似度が高くなる。*

### (2) 監査対象となる会社が提供する情報との類似度

監基報701第8項では、KAMの決定にあたり考慮しなければならない事項を列記しており、その一つとして「見積りの不確実性が高いと識別された会計上の見積りを含む、経営者の重要な判断を伴う財務諸表の領域に関連する監査人の重要な判断」を挙げている。さらに「企業が会計上の見積りに関してより具体的な注記を行っている場合には、監査上の主要な検討事項に該当すると判断した理由及び監査上の対応を説明するために、監査人は主要な仮定、見込まれる結果の範囲、見積りの不確実性の主な原因又は重要な会計上の見積りに関するその他の定性的及び定量的な注記事項に言及することがある。」（監基報701 A41項）と説明し、KAMとして選定される項目の決定および記載の内容が、会社の注記事項として開示される項目および記載内容の影響を受ける可能性を示している。

特にKAMの記載内容のうち「内容及び決定理由」では、監査人は「企業に関する未公表の情報を不適切に提供することとならないよう留意する」<sup>8)</sup>ことが求められているため、監査人は「重要な会計上の見積り」に記載される情報を慎重に吟味したうえで、記載内容を決定することが考えられる。林(2021)においても、KAMの記載と関連する会社側の開示情報との関連付けの重要性が指摘されている。

これらの点を考慮すると、貸倒引当金のKAMの記載内容に関して、会社が提供する情報との類似度を確認するには、会計上の見積りに関する注記事項と比較することが最も適していると考えられる。会社側では2021年3月期から注記事項として新たに「重要な会計上の見積り」の開示が求められることとなったことから、第二の仮説として以下を設定した。

仮説2：貸倒引当金に関するKAMの記載内容を会社が作成する財務諸表注記の「重要な会計上の見積り」と比較すると、監査対象となる会社が作成する財務諸表注記の方が、他の会社が作成する財務諸表注記と比べて類似度が高い。

### Ⅲ. 日本/米国/英国の銀行のKAM (CAM) の個数および項目に関する分析

本章では、日本及び英国のKAMならびに米国のCAMについて、選定されている個数および選定されている項目を比較して類似点および差異を明らかにするとともに、その原因を探る。なお各社の監査報告書は、日本はEDINETを経由して有価証券報告書から、米国はEDGARシステムを通じて年次報告書Form 10-Kから、英国は各社のWebサイトに掲載されているAnnual Reportからそれぞれ取得した。各国のKAMまたはCAMの個数および選定されている項目をまとめたものが図表1である。なお対象の年度に関しては、基本的に2021年8月時点で入手可能であった直近の決算に関する監査報告書を使用している。日本の会社はすべて2021年3月期であった。英国は多くが2020年12月期または2021年3月期であったが、2021年8月時点で監査報告書が入手できなかった会社が2社あり、1社は2020年3月期、もう1社は2020年7月期の監査報告書を対象とした。米国についても大部分の会社は2020年12月期であるが、2021年6月期が1社、2020年9月期が1社あった。

(図表1) 日本/米国/英国のKAM(CAM)の個数と選定されている項目

	日本	米国	英国	KAMの項目	日本	米国	英国
0個(未適用)	-	7	4	貸倒引当金	89	46	36
1個	70	27	5	繰延税金資産	7	1	-
2個	14	17	11	ITリスク	1	-	14
3個	2	3	5	子会社・関係会社投資評価	-	-	12
4個	-	-	3	固定資産(のれん含む)評価・減損	3	15	10
5個	-	-	4	金融商品評価	2	7	10
6個	-	-	4	退職給付・年金	1	-	9
7個	-	-	3	EIR	-	-	6
合計	86社	54社	39社	リーガルリスク	-	1	6
				その他	1	-	16
				合計	104個	70個	119個
				1社あたり平均個数	1.2個	1.5個	3.4個

(注) 1社あたり平均個数はKAMまたはCAMの開示がない会社数は除いて算定している。

## 1. 日本の上場会社のKAM

日本のKAMの分析では、銀行業を営む会社のうち上場会社86社の監査報告書に記載されたKAMを対象としている。持ち株会社が上場している場合は持株会社の連結財務諸表に対する監査報告書を対象とし、子銀行の財務諸表に対する監査報告書は含まない<sup>9)</sup>。また連結財務諸表を作成している会社は連結財務諸表に対する監査報告書のみを対象にした。

KAMの個数は1個が圧倒的に多く（70社）、最大でも3個（2社）であり、86社の平均で1.2個であった。日本公認会計士協会（2021）によると全上場会社の平均は1.3個であるので、ほぼ全上場会社並みということになる。

選定されている項目を分類すると、貸出金等に対する貸倒引当金算定のための債務者区分や、それぞれの債務者区分ごとの引当金の計算方法など、貸倒引当金の算定に関するKAMとして分類される項目<sup>10)</sup>が89個と全体の85.6%を占めており、突出して多かった。分析の対象とした86社のうち、貸倒引当金関連のKAMを選定していなかったのは融資を業務の中心としていないゆうちょ銀行とセブン銀行の2社であり、それ以外の84社は、貸倒引当金に関するKAMを1個ないし3個選定していた。このことは、融資業務を営む会社の監査においては、信用リスクに備えて貸倒引当金をどのように見積もるかが、監査上の最も重要な論点であることを示している。

なお、貸倒引当金関連以外で多い項目は繰延税金資産であるが、わずか7社であった。日本の2000年代初頭の金融危機当時は、繰延税金資産が資本勘定に対する割合が数十%を超える銀行があったが、最近では平均して1%未満という状況が続いている。当時のように繰延税金資産が多額に積み上がっている状況にはなく、監査上の見積りの重要性が低くなっていることの証左と考えられる。

## 2. 米国及び英国の上場会社のCAM/KAM

米国については、ニューヨーク証券取引所に上場している米国籍の銀行業を営む会社54社の監査報告書に記載されているCAMを対象にした。米国証券取引委員会（Security Exchange Committee、以下SEC）に年次報告書20-F<sup>11)</sup>を提出している外国籍の会社は、例えば英国など欧州のKAMの制度の影響を受ける可能性があるため、この集計には含めていない。なお、ニューヨーク証券取引所と海外証券取引所に重複して上場している会社は、次節で分析の対象とする。

米国の銀行監査におけるCAMの個数は54社の平均で1.5個であり、1個あるいは2個の開示が圧倒的に多く、最大でも3個となっていた。CAMとして選定される項目はやはり貸倒引当金関連が45個（全体の65.2%）と最も多く、次いで多いのがのれんの評価（15個、全体の21.7%）であった。PCAOB（2020）によると米国の初年度適用会社2,420社のCAMの個数の平均は1.7個であったため、米国の場合も銀行監査におけるCAMの個数は全産業の平均並みか、それよりもやや少ないレベルということができる。

一方英国は、日本及び米国とはかなり様相が異なっている。ロンドン証券取引所のプレミアム市場に上場している銀行業を営む会社39社の監査報告書に記載されているKAMの個数は、平均すると3.4個、最大で7個開示している銀行もあった。小松（2020）によるとロンドンのプレミアム市場409社全体の平均は3.8個とされており、銀行のKAMの個数は全体の平均よりもやや少ないが、それでも日本および米国の平均より多いということができる。またLów and Mollenhauer（2019）によれば、欧州90社の

KAMの個数の平均は3.4個で英国と同水準となっていることから、欧州全体で見ても銀行のKAMの個数は日本および米国よりも多くなっていることがわかる。選定されている項目の内訳はやはり貸倒引当金に関連するものが最も多かったものの、36個で全体の30.2%と、日本および米国ほどは突出していない。さらに、日本や米国では選定されていないITリスクや子会社・関係会社投資評価に関する記載がそれに次いで多いなど、項目の選定においても、英国のKAMの日本及び米国との違いが際立っている。

### 3. 重複上場会社のKAMの分析

日本及び英国のKAMならびに米国のCAMの傾向の違いを個別に分析するため、ニューヨーク証券取引所とロンドン証券取引所に重複上場している6社およびニューヨーク証券取引所と東京証券取引所に重複上場している3社それぞれの監査報告書を分析した。なおロンドン証券取引所と東京証券取引所に重複上場している会社はない。

また、英国のロンドン証券取引所に上場している会社はISA (UK) 701、米国のニューヨーク証券取引所の上場企業はAS 3101、日本の東京証券取引所上場企業は監基報701のそれぞれの要請に基づき、KAMまたはCAMの記載が求められる。

#### (1) ニューヨーク証券取引所とロンドン証券取引所の重複上場会社のCAMおよびKAM

ニューヨーク証券取引所とロンドン証券取引所に重複上場しているLloyds社, Barclays社, HSBC社, NatWest社, Banco Bilbao社, Santander社の6社のKAM及びCAMをまとめた結果が図表2である。いずれの会社も、ロンドン証券取引所上場会社としてはISA (UK) 701に基づいて作成した監査報告書にKAMを記載しているが、ニューヨーク証券取引所上場会社としてはAS 3101に基づいて作成した監査報告書にCAMを記載している。KAMまたはCAMとして選定される項目について、それぞれのKAMまたはCAMの内容を分類したうえで、同じ項目を対応させた。その結果、KAMでは選定しているがCAMでは選定されていない項目がそれぞれの会社で1～4個あり、逆にCAMで選定しているがKAMでは選定されていない項目はなかった。

(図表2) NYSEとLSEの重複上場会社

個数	Lloyds		Barclays		HSBC		NatWest		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria		Banco Santander	
	UK/PwC		UK/KPMG		UK/PwC		UK/EY		Spain/KPMG		Spain/PwC	
	CAM	KAM	CAM	KAM	CAM	KAM	CAM	KAM	CAM	KAM	CAM	KAM
	4	7	4	6	4	8	4	6	2	3	4	5
KAM1 CAM1	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク
KAM2 CAM2	保険負債	保険負債	公正価値	公正価値	関係会社評価	関係会社評価	訴訟引当	訴訟引当	公正価値	公正価値	のれんの減損	のれんの減損
KAM3 CAM3	退職給付債務	退職給付債務	のれん・無形資産の減損	のれん・無形資産の減損	のれん・無形資産の減損	のれん・無形資産の減損	公正価値	公正価値		ITリスク	DTA	DTA
KAM4 CAM4	公正価値	公正価値	退職給付債務	退職給付債務	公正価値	公正価値	のれん/DTAの減損	のれん/DTA/グループ会社投資の減損			訴訟引当	訴訟引当
KAM5		ヘッジ会計		ITリスク		COVID-19		退職給付				ITリスク
KAM6		ITリスク		子会社投資評価		子会社評価		ITリスク				
KAM7		COVID-19				退職給付債務						
KAM8						ITリスク						

(注) テーマはそれぞれの項目の内容を要約。

項目を比較した結果、6社すべてがITリスクに関する項目をKAMとして選定しているが、CAMとして選定している会社はなかった。また子会社や関係会社の投資の評価に関する項目も、3社がKAMとして選定しているが、CAMとして選定している会社はなかった。さらにCOVID-19に関する記載も2社でKAMだけで選定されていた。NatWest社の監査報告書においては、CAMの一つとして「のれん/繰延税金資産の減損」を取り上げているが、KAMの記載では、この項目にグループ会社投資の減損に関する記載が追加されていた。

PCAOB（2019）はKAMとCAMの違いについて言及しており、要求事項が異なっておりフォーカスするエリアが違う、すなわち、KAMは監査の過程で監査人が重要と認識した事項にフォーカスしているが、CAMは財務諸表の重要な勘定科目あるいは開示項目に関連した事項にフォーカスしている、と説明している。そのためCAMでは、ITリスクやCOVID-19のような特定の勘定科目等に関連しない項目は選定されなかったと考えられる。

また、子会社・関係会社投資の評価がKAMで選定された理由は、Barclays社のKAMの中で、子会社投資の帳簿価格の減損は連結損益には影響しないが、会社の分配可能剰余金には影響する、と説明されている。つまりKAMの選定にあたっては、勘定科目には直接影響しないにもかかわらず、監査上の重要な事項として選定されている。一方のCAMにおいては、連結財務諸表への影響はないことから選定の対象とはなっていないと推測される。

## （2）ニューヨーク証券取引所と東京証券取引所との重複上場会社のCAMおよびKAM

ニューヨーク証券取引所と東京証券取引所で重複上場している銀行は、いわゆる日本のメガバンク3社であり、それぞれのKAMとCAMをまとめたものが図表3である。差異が生じているのは三菱UFJフィナンシャル・グループ社（以下「MUFG」）のみであり、のれんの評価がCAMだけで選定され、KAMでは選定されていない。

（図表3）NYSEとTSEの重複上場会社

	MUFG		みずほ		SMFG	
	Japan/DTT		Japan/EY		Japan/KPMG	
	CAM	KAM	CAM	KAM	CAM	KAM
個数	4	3	2	2	1	1
CAM1/KAM 1	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク	信用リスク
CAM2/KAM 2	信用リスク	信用リスク	公正価値	公正価値		
CAM3/KAM 3	信用リスク	信用リスク				
CAM4/KAM 4	のれん					

なおここでは、各社とも日本と米国では提出する財務諸表の会計基準が異なっていることに注目する必要がある。3社とも日本では日本会計基準による財務諸表を提出しているが、米国ではMUFGとみずほフィナンシャルグループ社（以下「みずほ」）は米国会計基準、三井住友フィナンシャルグループ社（以下「SMFG」）はIFRSで作成した財務諸表をそれぞれ提出している。そのなかでMUFGののれんの評価は、日本会計基準では貸借対照表計上額が2,730億円、減損損失が271億円に対して、米国会計基準ではそれぞれ3,708億円、1,475億円となっており、金額が大きく異なっている。さらに日本の監査報告書のKAMの前段部分では、前期はのれんの評価をKAMとしていたが、関連するのれんが前連結

会計年度において全額償却されたため当期はKAMとしていない旨の説明がある。このことから、MUFGの場合のKAMとCAMの違いは、会計基準の違いを反映して、監査上の重要性の判断が異なっていることから生じていると考えられる。

### (3) 日本のKAMの特徴

日本のKAMはISA 701によるKAMの定義をベースに作成されており、以下に示すとおり、同じISA 701をベースに作成されたISA (UK) 701とほぼ同じ定義となっている。

#### 日本のKAMの定義

「監査人は、監査の過程で監査役等と協議した事項の中から特に注意を払った 事項を決定した上で、その中からさらに、当年度の財務諸表の監査において、職業的専門家として特に重要であると判断した事項を監査上の主要な検討事項 として決定しなければならない。」(監査基準第四 報告基準7 「監査上の主要な検討事項」)

#### 英国のKAMの定義

「監査上の主要な検討事項 (KAM) とは、監査人の専門的判断において、当年度の財務諸表の監査において最も重要とした項目である。監査上の主要な検討事項は、会社の統治責任者とコミュニケーションを行った事項から選定される。」(ISA (UK) 701 第8項)

これに対して米国のCAMは以下のように定義されており、日本及び英国とは要求事項が異なっている。

#### 米国のCAMの定義

「監査上の重要な事項 (CAM) は、監査委員会とコミュニケーションを取った、あるいはコミュニケーションをすることが要求されている財務諸表の監査から生じたすべての事項であり、(1) 財務諸表に重要な影響を及ぼす勘定科目または開示項目に関連しており、(2) 特に困難で主観的、または複雑な監査人の判断を必要とした事項である。」(AS 3101第11項)

前述のとおり日本のKAMは米国のCAMとの間では定義から生じる違いがあるが、英国のKAMとの間に定義の違いはない。ところが、銀行業の監査におけるKAMに限ってみると、日本のKAMは財務諸表項目に直接関連する項目から選定されており、英国のKAMで選定されているようなITリスクや関係会社投資、COVID-19など、財務諸表に直接関連しない項目は選定されていない。監基報では「財務諸表に明記されない事項であっても、特に注意を払った事項となる可能性がある」(監基報 701 A18)としており、日本のKAMでも必ずしも財務諸表項目と直接関連がある項目のみに限定されてはいない。また、ITリスク等の項目が日本と英国の銀行で、財務諸表に与える影響が大きく異なることも想定できない。それにも関わらず日本のKAMと英国のKAMで選定される個数や項目に大きな差異が生じているのは、選定における重要性の判断基準が異なっているのだろうか。

例えばCOVID-19に関する項目を見ると、英国では財務諸表全体への影響を重要と考えてKAMとして取り上げられている。日本の一部の銀行でもCOVID-19をKAMとして取り上げているケースはあるが、いずれも貸倒引当金への影響が重要であるという理由で選定している。このケースに見られるように、日本の銀行では、財務諸表の勘定科目に直接的な影響を与える項目を重要視し、ITリスク等のように影響が間接的な項目は相対的に重要性がない、と判断する傾向があるのではないかと推測する。

## IV. KAMのテキスト分析と類似性

### 1. KAMの記載内容のテキスト分析手法

監査人がKAMによって価値のある情報を提供しているかを検証するために、本稿ではテキスト分析の手法で記載内容の類似度を測定する方法を採用して分析を行った。

テキスト分析によって類似度を計算する手法には複数の方法があるが、ここでは文章のなかで使用された単語の使用頻度によって、文章の類似性を測定する方法の一つである、TF-IDF法にコサイン類似度を組み合わせた手法（以下、「TF-IDFコサイン類似度」）を採用した。この分析手法は、単語の希少性によるウェイト付けをした出現頻度を測定したうえで文書をベクトル化し、ベクトル間の距離をコサインで計算することにより類似度を算出する方法である<sup>12)</sup>。すべての単語を同等に評価して出現頻度を比較するJaccard係数などのような手法に比べて、TF-IDFコサイン類似度では単語の希少性を評価し、個別性の高い単語が共通して使用されている文書間では、より類似度が高くなることから、KAMのように専門用語が多くかつ比較的限定されたトピックにおいて、記載内容の個別性を重視して類似度を算定するには適していると考えられる。

テキスト分析による類似度の測定には、Doc 2 VecやBERTなど、より精度の高い手法も開発されているが、これらの方法はあらかじめ文章のデータセットの学習が必要とされる。分析結果の再現性と計算の簡便性を考慮すると、TF-IDFコサイン類似度の手法で十分に目的を達成できると判断した。

記載内容の類似度を測定する方法を採用している研究では、KAMおよびCAMの類似度に関してはZeng et al. (2021)がTF-IDFコサイン類似度の手法を採用しているほか、MD&Aの分析においても、Brown and Tucker (2021)に利用されている。本研究においては、言語の違いはあるものの、基本的にZeng et al. (2021)で採用されている方法を参考にした。Burke et al. (2021)はコサイン類似度を使用している旨の記述はあるが、文書ベクトルの作成方法については説明されていない。

また、第II章では提供される情報の価値を分析する別のアプローチとして、個別性を有する固有表現を抽出して評価する方法を挙げている。TF-IDF法では単語の個別性を反映して重みづけされるため、固有表現が多く含まれている文書では類似度が低く算定されることから、固有表現を抽出する方法と同じ傾向を示す結果になると考えられる。

なおTF-IDFコサイン類似度の手法は、基本的に単語の使用頻度をベースにしているため、センテンス（文）やフレーズ（句）の単位で構成や表現を比較するには限界がある。そこで、これを補完する尺度として、COPYLEAKSというWebサイトのツールを使用した。COPYLEAKSは商用のWebサイト（<https://copyleaks.com/>）で論文の盗用などを検出するツールであり、人工知能を利用してセンテンスやフレーズの単位で類似した表現を検出している。

### 2. 分析対象としたKAM

第三章1節で説明した通り、日本の銀行業を営む上場会社86社のうち、貸倒引当金に関連する項目をKAMとして選定していた会社は84社あった。本章においてKAMの類似度の分析は、この84社の監査

報告書のKAMを対象に、それぞれのKAMの記載内容相互のTF-IDFコサイン類似度を計算することにより行う。84社のなかで貸倒引当金に関するKAMを1個選定している会社が80社、2個を選定している会社が3社、3個を選定している会社が1社で合計89個のKAMが選定されている。複数の貸倒引当金に関するKAMを選定している会社については、KAMを1つに結合して文章の比較を行った。

日本のKAMの類似度の算出にあたっては、Pythonを利用してEDI-NETから監査報告書のKAMの部分をXBRL形式で「監査上の主要な検討事項の内容及び決定理由」（以下、「内容及び決定理由」と「監査上の対応」）に分けて抽出<sup>13)</sup>し、それぞれの記載内容を解析ツール「MeCab」を使用して形態素に分解した<sup>14)</sup>。次に84社のKAMの「内容及び決定理由」と「監査上の対応」のそれぞれについて、TF-IDF値を計算してベクトル化し、判定対象84社×比較対象83社=6,972セットの組み合わせについてコサイン類似度を算出した。

### 3. TF-IDFコサイン類似度

TF-IDF値は単語の出現頻度であるTF (Term Frequency) 値と、単語の希少性を表すIDF (Inverse Document Frequency) 値を掛け合わせた数値である。単語の出現頻度だけの数値では、一般的な単語を数多く使用していれば類似度が高くなるが、それに単語の希少性を評価するためのIDF値を掛け合わせることで、一般には使用されない固有の単語の使用頻度が高いほど、TF-IDF値は高くなる。

#### 【TF-IDF値の計算】

$$\text{TF-IDF} = \text{TF} \times \text{IDF}$$

$$\text{TF} = n/N$$

n : 対象とする文章中のある単語の出現回数

N : 当該文章で使用されている全単語の数

$$\text{IDF} = \log\left(\frac{D}{d} + 1\right)$$

d : 当該単語が出現する文書数

D : 対象とする全文書数

#### 【コサイン類似度の計算】

次に算出されたTF-IDF値をそれぞれの単語に当てはめ、文書のベクトルを作成する。

文書a =  $(a_1, a_2, \dots, a_n)$ 、文書b =  $(b_1, b_2, \dots, b_n)$ とすると、以下の算式でコサイン類似度を算定する。

$$\cos\theta = \frac{a_1b_1 + a_2b_2 + \dots + a_nb_n}{\sqrt{a_1^2 + a_2^2 + \dots + a_n^2}\sqrt{b_1^2 + b_2^2 + \dots + b_n^2}} = \frac{\sum_{k=1}^n a_k b_k}{\sqrt{\sum_{k=1}^n a_k^2} \sqrt{\sum_{k=1}^n b_k^2}}$$

文書aと文書bが同じものであれば $a_n = b_n$ となるため、 $\cos\theta=1$ となる。つまり類似度が高くなれば1に近くなり、低くなれば0に近づく<sup>15)</sup>。

### 3. 仮説1の検証

仮説1 : 貸倒引当金に関するKAMを他の会社のKAMの記載内容と比較すると、同一の監査人が担当する会社のKAMのほうが、監査人が異なる会社のKAMと比べて類似度が高くなる。

仮説1を検証するために、算出したTF-IDFコサイン類似度について、それぞれの会社のKAMの「内

内容及び決定理由」と「監査上の対応」ごとに、以下の方法で集計および平均値を計算し、ScoreAとScoreBを求める。

①ScoreA（特定の会社のKAMとすべての会社のKAMとの類似度）

ステップ1 判定対象とする特定の会社（i社）の監査報告書に記載されている貸倒引当金に関するKAMと、比較対象の会社（j社）の同KAMとの間でTF-IDFコサイン類似度（Score $A_{i,j}$ ）を計算し、これを比較対象の83社について計算したうえで、平均値Score $A_i$ を算出する。

ステップ2 Score $A_i$ を判定対象の会社84社のすべてについて算出し、その平均値をScoreAとする。

②ScoreB（特定の会社のKAMと監査人が同じ会社のKAMとの類似度）

ステップ1 判定対象とする特定の会社（i社）の監査報告書に記載されている貸倒引当金に関するKAMと、当該会社の監査人と同じ監査人によって監査されている比較対象の会社（j社）の同KAMとの間でTF-IDFコサイン類似度（Score $B_{i,j}$ ）を計算し、これを比較対象の会社について計算したうえで、平均値Score $B_i$ を算出する。ただし鳥取銀行の監査を担当する太陽有限責任監査法人は、1社のみを監査しており比較対象がないため、ScoreBの計算対象から除外する。

ステップ2 Score $B_i$ をすべての会社について算出し、その平均値をScoreBとする。ScoreBは鳥取銀行を除く83社の平均値となる。

その結果を示したのが図表4である。平均値を見ると、「内容及び決定理由」においてはScoreAが0.631に対してScoreBが0.666、「監査上の対応」においてはそれぞれ0.622及び0.678となり、いずれもScoreBの方が高くなった。

そこで、ScoreAとScoreBの対応する2群の各データの差が有意であることを確かめるために、ScoreBの計算対象となった83社のScore $B_i$ とそれぞれに対応するScore $A_i$ との83組の組み合わせで、対応関係のあるノンパラメトリック検定であるウィルコクソンの符号付順位検定を実施した。その結果、「内容及び決定理由」及び「監査上の対応」のいずれにおいても、1%水準で有意の差がある、という結果になった。このことは、同じ監査人が監査をしている会社のKAMの記載内容は、監査人が異なる会社の監査報告書のKAMと比較して類似度が高くなっていることを示しており、仮説1は支持される。

(図表4) ScoreAとScoreBの比較

		社数	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差	Wilcoxonの符号付順位検定	
								標準化検定統計量	p値
内容及び決定理由	ScoreA	84	0.382	0.726	0.631	0.630	0.059	5.289	p<0.001
	ScoreB	83	0.389	0.824	0.666	0.637	0.090		
監査上の対応	ScoreA	84	0.441	0.726	0.622	0.628	0.065	6.383	p<0.001
	ScoreB	83	0.431	0.841	0.678	0.709	0.114		

4. KAMのセンテンスおよびフレーズ単位の類似度の比較

TF-IDFコサイン類似度による判定は、使用されている単語の使用頻度をベースに希少性、個別性に

よるウエイトを加味して類似度のスコアを算出したものであるが、使用されている単語の単位で測定した手法であるため、センテンスやフレーズ単位での類似性は考慮されない。そこで、これを補う方法としてCOPYLEAKSのテキスト比較のツールを利用して文章表現の類似の有無を分析した。COPYLEAKSは文章や論文の盗用の検証を目的としたWebツールで、人工知能と機械学習テクノロジーを利用して2つの文書間の類似性を判定し、文章が類似している個所を視覚化するとともに、類似の程度をレートで示す機能を備えている。

図表5は、TF-IDFコサイン類似度が0.917と、もっとも類似度が高いKAMの組み合わせをCOPYLEAKSにかけた結果である。同じ表現が使われている部分が網掛けで示されているが、単語の一致のみでなく、センテンスやフレーズの単位で一致している個所も類似個所としてハイライトされている。結果を見ると、両者とも段落や文章の構成がほぼ同じで、全体のおよそ3分の2で類似の表現が使用されており、COPYLEAKSの類似度のレートでは75%と算定されている。

(図表5) COPYLEAKSによるKAMの文書比較



COPYLEAKSによる比較はすべて手作業で操作しなければならないため、TF-IDFコサイン類似度の問題点を補うために、84社の銀行のKAMの類似度の組み合わせである3,486通り（84社×83社÷2）の母集団すべてについて、COPYLEAKSで類似度を算定することは現実的ではない。そこでTF-IDFコサイン類似度のスコアとCOPYLEAKSのレートの組み合わせのサンプルを抽出して相関係数を算出し、母集団全体の相関係数を確認することとした。

抽出するサンプル数は、期待される相関係数を0.5、検出力を0.8、有意水準を両側で5%として計算された30件とし、会社のすべての組み合わせに連番を付して、Pythonで発生させた乱数によってサンプルを決定した。このサンプルでTF-IDFコサイン類似度とCOPYLEAKSのレートの相関分析を行ったところ、Pearsonの相関係数は0.763となり、1%水準で有意という結果となった。したがってTF-IDFコサイン類似度が高ければ、センテンスおよびフレーズの単位でも一致度が高いという解釈をすることが可能であると考える。

## 5. 米国及び英国の分析

米国及び英国のCAM/KAMについても記載内容の類似性を確かめるため、TF-IDFコサイン類似度によるScoreAとScoreBを算出した。分析の対象としたのは、米国はニューヨーク証券取引所に上場している54社のうち貸倒引当金をCAMとしている45社、英国はロンドン証券取引所に上場している39社のうち貸倒引当金をKAMとしている35社である。ただし米国のCAMでは「CAMの内容（CAM Description）」と「監査上の対応（Audit Response）」を区別できないケースも見られたため、両者を区別せずに類似度を算定した。英国のKAMは日本と同様に、「リスクの説明(Risk Description)」と「監査上の対応（Audit Response）」に区別されていたため、それぞれの類似度を算定した。

(図表6) 米国および英国の類似度の比較

	比較項目	会社数						Wilcoxonの符号付順位検定			
			最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差	検定統計量	標準化検定統計量	p値	
米国	ScoreA	45	0.538	0.741	0.666	0.667	0.047	1.0	5.765	p<0.001	
	ScoreB	44	0.583	0.830	0.714	0.709	0.061				
英国	リスクの説明	ScoreA	35	0.336	0.541	0.483	0.497	0.050	14.0	4.400	p<0.001
		ScoreB	29	0.388	0.565	0.518	0.530	0.044			
	監査上の対応	ScoreA	35	0.333	0.533	0.474	0.489	0.049			
		ScoreB	29	0.403	0.563	0.515	0.530	0.040			

分析の結果を図表6にまとめているが、米国および英国のいずれにおいても、日本のKAMと同様にScoreAよりもScoreBが高くなる傾向が見られた。ただし英国のKAMでは、ScoreAとScoreBの平均の差は日本や米国よりも小さくなっている。FRC（2016）のレポートで報告<sup>16)</sup>されているように、記載内容の個別化が年数の経過とともに進んできた結果ではないかと考えられる。

## 6. 類似度とボイラープレート化の関係

それではTF-IDFコサイン類似度およびCOPYLEAKSによる、センテンスまたはフレーズ単位での類似度が高いことは、KAMがボイラープレート化していることを示していると言えるのだろうか。最も類似度が高かった図表5のKAMは同じ監査人が作成したものであるが、「内容及び決定理由」の記載内容を見ると、貸出が業務の中核であることや債権評価のプロセス、見積りの不確実性や経営者の判断に依拠していること、よって貸倒引当金がKAMに該当することなど、同一のフレーズが使用され、文章の構成もほぼ一致していた。

第I章で述べた通り、国際的にKAMが導入された背景には、従来の監査報告書が定型的な文言のみによる、個別の情報を含まない文章で構成されていることへの批判があった。したがって導入の目的を達成するためには、KAMによって監査人が、会社や当該会社の監査に固有の内容を含んだ情報を新たに提供することで、監査報告書に付加価値を与えることが重要である。この目的に沿わないKAM、つまり記載内容に監査対象の会社固有あるいは当該会社の監査に関する個別の説明が乏しく、一般的かつ共通的な説明が多いため、新たな情報としての付加価値に欠けているKAMを、本稿ではボイラープレート化の懸念があるKAMと考えている。例えば固有の情報または個別の説明でも、会社名や組織名などの固有名詞あるいは財務諸表数値を引用した金額や比率などの情報は、監査人が新たに提供する情報

とは言えない。会社の状況がまったく同じであれば、異なる会社で同じKAMになる可能性は否定できないが、地域や規模が異なる銀行で、事業環境や貸出ポートフォリオが完全に同じであることは想定し難く、KAMの「内容及び決定理由」および「監査上の対応」の説明の中では相応の違いが生じて然るべきである。

TF-IDFコサイン類似度が高いKAMについて、判定対象と比較対象のKAMを見比べると、文書の構成が似ていることに加え、旧金融検査マニュアルや会計方針などでよく使われるような一般的な用語が多用され、監査対象の会社固有の用語や状況の説明は一部に留まっていた。これらのKAMにおいて監査人が新たな情報を提供したと見ることは難しく、ボイラープレート化の懸念があると言えるのではないだろうか。

一方で類似度が低い組み合わせでは、それぞれのKAMにおいて、債務者区分の中で特にリスクがある区分の詳細な説明、貸出金のリスクプロファイルに基づいた業種や規模の特性への言及、グルーピングの手法や貸倒損失率算定にあたっての仮定など、一般的ではない、言い換えると希少性の高い固有のフレーズや用語が多く使われ、監査人の視点からの新たな情報による付加価値の提供があった。このようなKAMではTF-IDF値が高くなり、TF-IDFコサイン類似度は低くなる傾向にある。

KAMがボイラープレート化する要因としては、会社側の「重要な会計上の見積り」等の開示が一般的な説明に留まっている場合に、会社が未公表の情報を監査人がKAMで不適切に開示しないことを過度に考慮すると、KAMもその影響を受けて一般的な表現に留まってしまう可能性がある。しかしそれ以外にも、監査法人内で標準的なKAMの文例が提供されている、あるいは内部レビューの過程で記載内容が一般化されるといった可能性が考えられる。

なお、日本の適用初年度のKAMの類似性について分析した日本公認会計士協会（2021）では、「一部を除いて、『どの会社でも同じ』という意味でのボイラープレート化の傾向は見られなかった」<sup>17)</sup>と述べている。ただし、除外された一部がどの会社の監査報告書を指しているかは明らかにされていないため、この分析結果との比較はできなかった。

## 7. 仮説2の検証

仮説2：貸倒引当金に関するKAMの記載内容を会社が作成する財務諸表注記の「重要な会計上の見積り」と比較すると、監査対象となる会社が作成する財務諸表注記のほうが、他の会社が作成する財務諸表注記と比べて類似度が高い。

### (1) KAMと「重要な会計上の見積り」の関係の分析

会計基準の改訂により、2021年3月期より「重要な会計上の見積り」が新たに注記として記載が求められるようになった。KAMの記載項目は会計上の見積りに関する項目が多いことが想定されるため、両者の関係を確認するために、それぞれの項目をKAMに記載した会社の社数と、「重要な会計上の見積り」として注記事項に当該項目を記載した社数、さらに、会社は注記で「重要な会計上の見積り」に記載したが、監査人が当該項目をKAMとして選定しなかった会社数を調査し、図表7に示した。

(図表7) KAMと「重要な会計上の見積り」の項目別の会社数

項目	KAMに記載があった会社数	重要な会計上の見積りに記載があった会社数	KAMに記載がなかった会社数
貸倒引当金	84	84	0
繰延税金資産	7	9	2
固定資産（のれん含む）評価・減損	3	6	3
金融商品評価	2	5	3
退職給付・年金	1	3	2
ITリスク	1	0	-
利益返還損失引当金	1	3	2

監査報告書に貸倒引当金がKAMとして記載されている84社ではすべて、財務諸表注記として「重要な会計上の見積り」にも貸倒引当金が記載されていた。またKAMに貸倒引当金以外の項目を選定している会社について「重要な会計上の見積り」の記載と比較したところ、セブン銀行を除く14社では、KAMと同じ項目が「重要な会計上の見積り」に記載されていた。なお、セブン銀行の監査報告書でKAMとして記載されていた「ATM受入手数料計上額の正確性」は、ITリスクに関連した項目であり見積りには該当しないことから、「重要な会計上の見積り」には記載がなかったと考えられる。

#### (2) KAMと「重要な会計上の見積り」との類似度の比較

監基報 701 A35項では「監査上の主要な検討事項の記載において、監査人が企業に関する未公表の情報を不適切に提供することは想定されていない」としている。したがって監査人は、期中の段階から会社との間で、それぞれが記載する項目とその内容を協議することが想定される。

監査人はKAMを作成するにあたり、会社が作成する「重要な会計上の見積り」の記載内容を参考にすることが考えられるので、この関係を確認するため、貸倒引当金に関するKAMの「内容及び決定理由」と「重要な会計上の見積り」の記載内容を比較して類似度を算出した。具体的には以下の4種類の数値を算出している。

#### ① ScoreC（特定の会社の「重要な会計上の見積り」とすべての会社の「重要な会計上の見積り」の類似度）

ステップ1 判定対象とする特定の会社（i社）の財務諸表注記の貸倒引当金に関する「重要な会計上の見積り」と比較対象のすべての会社（j社）の「重要な会計上の見積り」との間でTF-IDFコサイン類似度（ $ScoreC_{i,j}$ ）を計算し、これを比較対象の83社について計算したうえで、平均値 $ScoreC_i$ を算出する。

ステップ2  $ScoreC_i$ を判定対象の会社84社のすべてについて算出し、その平均値をScoreCとする。

#### ② ScoreD（特定の監査人が作成するKAMとすべての監査人が作成するKAMとの類似度）

ステップ1 判定対象とする特定の会社（i社）の監査報告書に記載されている貸倒引当金に関するKAMの「内容及び決定理由」と、比較対象のすべての会社（j社）の監査報告書に記載されているKAMの同項目との間でTF-IDFコサイン類似度（ $ScoreD_{i,j}$ ）を計算し、これを比較対象の83社について計算したうえで、平均値 $ScoreD_i$ を算出する。

ステップ2  $ScoreD_i$ を判定対象の会社84社のすべての会社について算出し、その平均値をScoreDとする。

③ ScoreE (特定の会社のKAMとすべての会社の「重要な会計上の見積り」との類似度)

ステップ1 判定対象とする特定の会社 (i社) の監査報告書に記載されている貸倒引当金に関するKAMの「内容及び決定理由」と、比較対象のすべての会社 (j社) の財務諸表注記の貸倒引当金に関する「重要な会計上の見積り」との間でTF-IDFコサイン類似度 ( $ScoreE_{i,j}$ ) を計算したうえで、平均値  $ScoreE_i$  を算出する。

ステップ2  $ScoreE_i$  を判定対象の会社84社すべてについて算出し、その平均値を ScoreE とする。

④ ScoreF (特定の会社のKAMと当該会社の「重要な会計上の見積り」との類似度)

ステップ1 判定対象とする特定の会社 (i社) の監査報告書に記載されている貸倒引当金に関するKAMの「内容及び決定理由」と、当該会社 (i社) の財務諸表注記の貸倒引当金に関する「重要な会計上の見積り」との間でTF-IDFコサイン類似度 ( $ScoreF_i$ ) を計算する。

ステップ2  $ScoreF_i$  を判定対象の84社すべてについて計算し、その平均値を ScoreF とする。

(図表8) KAM「内容及び決定理由」と「重要な会計上の見積り」との比較

	社数	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差	Wilcoxonの符号付順位検定		
							標準化検定統計量	p値	
ScoreC (重要な会計上の見積りの類似度)	84	0.572	0.789	0.703	0.717	0.048	7.582	p<0.001	
ScoreD (KAMの類似度)	84	0.359	0.712	0.614	0.618	0.063			
KAMと「重要な会計上の見積り」の比較	ScoreE (すべての会社との類似度)	84	0.320	0.661	0.575	0.587	0.058	7.082	p<0.001
	ScoreF (特定の会社の類似度)	84	0.451	0.852	0.666	0.674	0.092		

この分析の結果を図表8にまとめた。ScoreCとScoreDの比較では、会社が作成する「重要な会計上の見積り」相互間の全体的な類似度と、監査人が作成するKAM相互間の全体的な類似度を比較している。平均スコアをみるとScoreCが高く、会社ごとに対応させてWilcoxonの符号付順位検定を行った結果でも、その差は有意であった。つまり、KAM相互間の類似度よりも「重要な会計上の見積り」の類似度のほうが高いということが明らかになった。この背景には、会社の貸倒引当金の計算方法が、従来存在した金融庁の金融検査マニュアルの引当モデルの影響を強く受けていることと、財務諸表の会計方針の注記例が全銀協のひな型によって提供され、多くの会社がこれを参考に財務諸表注記を作成していたことが影響していると考えられる。

またScoreEとScoreFの比較は、監査人が作成する特定の会社のKAMについて、すべての会社の「重要な会計上の見積り」との類似度と、当該監査の対象となった会社の「重要な会計上の見積り」との類似度の比較である。比較の結果は、監査人の作成するKAMは、すべての会社の「重要な会計上の見積り」よりも、監査対象の会社の「重要な会計上の見積り」との類似度が高いことが明らかになった。監査人はKAMの作成にあたり監査対象の会社の「重要な会計上の見積り」を意識して文章を作成するため、類似度が高くなる傾向が強いことが明らかになった。したがって仮説2も支持される。

## V. 結論

日本の銀行業におけるKAMの初年度の適用状況について分析を行ったが、その中で以下の点が明らかになった。

第1に、日本の銀行業においてKAMとして選定された項目はすべて勘定科目に直接的に関連する項目であり、しかもその多くが貸倒引当金に関連する内容であった。米国及び英国と比較すると、いずれの国でも貸倒引当金に関する項目が多いことは共通しているが、英国では直接勘定科目には関連しないITリスクやCOVID-19のような項目も選定されているのに対し、日本及び米国ではそのような項目は選定されなかった。日本のKAMの定義は米国のCAMの定義と異なり、勘定科目に直接関連する項目に限定されていないことは前述のとおりであるが、このような結果になった理由が銀行業の特有の事情によるものかは、ほかの業種あるいは今後の事例まで調査対象を広げて検証する必要があるだろう。

第2に、KAMの記載内容、特に「内容及び決定理由」は、同一の監査人が作成したKAMの類似度が高く、なかには2つのKAMを比較すると構文や使用している語句の多くの部分が似通っている事例や、会社あるいは当該会社の監査固有の情報に乏しく、一般的な説明が多い事例など、ボイラープレート化が懸念されるKAMが見られた。

KAMを導入した効果として、会社と監査人とのコミュニケーションが深まったという評価<sup>18)</sup>が得られている。しかしながら、KAM導入の本来の目的を達成するためには、会社の未公表の情報を不適切に開示しないことが求められているという点とのバランスを考慮しながらも、会社側との一層の協調を図りながら、監査人がより価値のある情報を提供することが望まれる。Minutti-Meza (2021) は、監査人が期待ギャップを言い訳にして、幅広いステークホルダーが期待している情報の提供を避けることに警鐘を鳴らしている<sup>19)</sup>が、監査の透明性を高め、監査人としての説明責任を果たすという監査報告書改革の目的を達成するためには、監査人は次年度に向けてKAMの情報としての価値を高める努力を続けるべきである。

本研究は銀行監査のKAMの初年度適用に関する分析であるが、次年度以降の記載内容の変化や他の業種、あるいは海外のKAMあるいはCAMに対象を広げた類似度を検証することも重要であろう。また今後の課題として、KAMの類似度にはどの要因が強く影響するかに関する分析も有用と考えられる。さらに類似度を測定する手法についても、テキスト分析の技術の進展によりさらに精緻な分析が行われることが望まれる。

### 注

- 1) 2020年3月31日(米国SECに登録している会社においては2019年12月31日)以後終了する事業年度に係る監査から早期適用が可能。
- 2) ISA (UK and Ireland) 700はその後改訂され、ISA (UK) 701に引き継がれて適用されている。
- 3) 非公開会社の監査に適用される米国公認会計士協会の監査基準はCAMではなくKAMと呼称され、英国と同様の内容となっている。
- 4) 企業会計審議会 (2018) p 3
- 5) 銀行は業法により企業の特定が明確であり、業務内容も同様であることからKAMの記載内容の比較が容易であり、かつ日本では90社弱のサンプル数がある。
- 6) フランスではKAMに相当する記述としてJOA (Justification of Assessment) が制度化されている。

- 7) 日本のKAMは「監査上の主要な検討事項の内容及び決定理由」と「監査上の対応」の2つの項目に分けて記載されている。英国も「KAMの説明」(KAM Description)と「監査上の対応」(Auditor's Response)に分けて記載される。米国は両者を一体で記載するケースと分けて記載するケースが半々である。
- 8) 企業会計審議会 (2018) p 4
- 9) 持ち株会社を対象とすることにより、融資を中心とした銀行以外の業務、例えば投資銀行業や証券業、資産運用業が含まれる銀行グループもあるが、今回の分析の対象とした日本の上場銀行は基本的に融資業務が中心となっていることから、比較可能性は維持されている。
- 10) 本稿では、例えば債務者区分に関する項目、貸倒実績率の算定に関する項目、ディスカウントキャッシュフロー法による引当金の算定に関する項目など、貸倒引当金を算定するプロセスに含まれるものを貸倒引当金に関連する項目として分類している。
- 11) 米国に上場している外国籍の会社は、監査済み財務諸表および監査報告書を含むForm 20-Fという様式の年次報告書をSECに提出する義務がある。
- 12) TF-IDF法とコサイン類似度を組み合わせて類似度を算出する方法は、和泉他 (2021)、金 (2018)、難波 (2020) および山内 (2017) などに詳しく説明されている。
- 13) なおEDINETからKAMを抽出する際にはXBRLのタグを利用して抽出を行っている。XBRLのタグに関しては、週刊経営財務 (2021) で説明されているようにタグ付けの誤りが発生しているが、今回分析対象とした84社のKAMに関しては影響はなかった。
- 14) Mecabによる形態素解析においては、語句が不適切に分割されることを防止するために、財務会計や債権評価に関する専門用語を辞書として追加している。またIDF値によって複数文書間で共通的に利用される語句はウエイトが低く評価されるため、品詞の限定およびストップワードの設定は行っていないが、動詞および形容詞の活用形は基本形に変換している。
- 15) なお本研究においては、日本語の単語解析ツールである「Mecab」で形態素に分割したうえで、PythonのScikit-learnライブラリに含まれているTfidfTransformer (TF-IDF値の計算)、CountVectorizer (文章のベクトル化) およびcosine\_similarity (コサイン類似度の計算) の各モジュールを用いて類似度を算出している。
- 16) FRC (2016) p19
- 17) 日本公認会計士協会 (2021) p57
- 18) 日本監査役協会 (2021) p 6
- 19) Minutti-Meza (2021) p576

#### 参考文献

- Bédard, J., N. Gonthier-Basacier and A. Schatt (2019) "Consequences of Expanded Audit Reports: Evidence from the Justifications of Assessments in France," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 38, No.3, pp.23-45.
- Brasel, K., M.M.Doxey and J.H.Grenier (2016) "Risk Disclosure Preceding Negative Outcomes: The effects of Reporting Critical Audit Matters on Judgements of Auditor Liability," *Current Issues in Auditing*, Vol.10, No.2, pp.1-10.
- Brown, S. V., and J. W. Tucker (2011) "Large-sample Evidence on Firms' Year-over-year MD&A Modifications," *Journal of Accounting Research*, Vol.49, No.2, pp.309-346.
- Burke, J., R. Hoitash, U. Hoitash and S. Xiao (2021) "U.S. Critical Audit Matter Disclosures: Consequences for Management Disclosure, Investors, and Auditors," SSRN, Sep. 2021, <https://ssrn.com/abstract=3635477> (閲覧日2022年5月10日)
- Church, B.K., S. M. Davis and S. A. McCracken (2008) "The Auditor's Reporting Model: A Literature Overview and Research Synthesis," *Accounting Horizons*, Vol.22, No.1, pp.69-90.
- FRC (2015) "Extended auditor's reports - A review of experience in the first year," 2015.3.
- FRC (2016) "Extended auditor's reports - A further review of experience", 2016.1.
- Gutierrez, E., M. Minutti-Meza, K. W. Tatum and M. Vulcheva (2018) "Consequences of Adopting an Expanded Auditor's Report in the United Kingdom," *Review of Accounting Studies*, Vol.23, No.4, pp.1543-1587.
- Gutierrez, E., M. Minutti-Meza, K. W. Tatum and M. Vulcheva (2021) "Consequences of the Expanded Audit Report for Small and High-risk Companies: Evidence from the United Kingdom's Alternative Investment Market," SSRN, <https://ssrn.com/abstract=3805879> (閲覧日 2022年5月10日)
- Hope, O., D. Hu and H. Lu (2016) "The Benefit of Specific Risk-factor Disclosure," *Review of Accounting Studies*, Vol.21, Issue 4, pp.1005-1045.
- Klevak, J., J. Livnat, D. Pei and K. Soslava (2020) "Are Critical Audit Matters Informative?" *Working Paper*, SSRN, <https://ssrn.com/abstract=3685369> (閲覧日 2022年5月10日)
- Lang, M. H., and L. Stice-Lawrence (2015) "Textual Analysis and International Financial Reporting: Large Sample Evidence," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.60, Issue 2-3, pp.110-135.

- Lów, E., and T. Mollenhauer (2019) "An Empirical Analysis of Key Audit Matters in the Financial Industry," European Banking Institute (EBI), Working Paper Series
- Minutti-Meza, M. (2021) "The Art of Conversation: The Expanded Audit Report," *Accounting and Business Research*, Vol.51, No.5, pp.548-581.
- Mock, T. J., J. Bédard, P. J. Coram, S. Davis, R. Espahbodi and R. C. Warne (2013) "The Audit Reporting Model: Current Research Synthesis and Implications," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol.32, Supplement 1, pp.323-351.
- PCAOB (2019), "Audit Committee Resource: Critical Audit Matters," 2019.7
- PCAOB (2020), "Interim Analysis Report - Evidence on the Initial Impact of Critical Audit Matter Requirements," PCAOB Release No.2020-002, 2020.10
- Pinto, I. and A. I. Morais (2019) "What Matters in Disclosures of Key Audit Matters: Evidence from Europe," *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol.30, Issue 2, pp.145-162.
- Reid, L. C., J. V. Carcello, C. Li and T. L. Neal (2019) "Impact of Auditor Report Changes on Financial Reporting Quality and Audit Costs: Evidence from the United Kingdom," *Contemporary Accounting Research*, Vol.36, No 3, pp.1501-1539.
- Rousseau, L. M. and K. M. Zehms (2020) "It's a Matter of Style: The Role of Audit Firms and Audit Partners in Key Audit Matter reporting," SSRN, Oct. 2020, <https://ssrn.com/abstract=3625651> (閲覧日2022年5月10日)
- Zeng, Y., J. H. Zhang, J. Zhang and M. Zhang (2021) „Key Audit Matters Reports in China: Their Descriptions and Implications of Audit Quality,” *Accounting Horizons*, Vol.35, No.2, pp.167-192.
- 和泉潔・坂地泰紀・松島裕康 (2021) 「テキストアナリティクス 6 金融・経済分析のためのテキストマイニング」オーム社
- 企業会計審議会 (2018) 「監査基準の改訂に関する意見書」2018年7月
- 金明哲 (2018) 「統計学One Point テキストアナリティクス」共立出版
- 小松義明 (2019) 「各国の監査報告制度の改革の動向－監査上の主要な検討事項 (KAM) の基準化の分析－」『現代監査』No.29, pp.32-41
- 小松義明 (2020) 「監査上の主要な検討事項 (KAM) の分析に関する一考察：R.クヴィックらの所説を中心にして」『同志社商学』第71巻第6号, pp.1289-1302
- 佐久間義浩 (2019) 「各国におけるKAMの開示実態と学術的研究の動向－KAM研究における新たな研究機会の提示－」『現代監査』No.29, pp.42-54
- 週刊経営財務 (2021) 「KAMへのXBRLタグ付けミスの状況①」『週刊経営財務』No.3517, pp.2-6.
- 難波英嗣 (2020) 「テキスト間の類似度の測定」『情報の科学と技術』第70巻7号, pp.373-375
- 日本監査役協会 (2021) 「監査上の主要な検討事項 (KAM) の強制適用初年度における検討プロセスに対する監査役等の関与について」(2021.12), <https://www.kansa.or.jp/support/library/post-2551/> (閲覧日2022年5月10日)
- 日本公認会計士協会 (2021) 「『監査上の主要な検討事項』の強制適用初年度における分析」(2021.10), [https://jicpa.or.jp/specialized\\_field/20211029fgf.html](https://jicpa.or.jp/specialized_field/20211029fgf.html) (閲覧日2022年5月10日)
- 西野嘉之 (2017) 「有価証券報告書の類似度による企業評価」情報システム学会第13回大会全国大会・研究発表大会, 2017年12月2日, [https://doi.org/10.19014/proceedingsissj.13.0\\_d23](https://doi.org/10.19014/proceedingsissj.13.0_d23) (閲覧日2022年5月10日)
- 林隆敏 (2016) 「イギリス上場会社の監査報告書における重要な虚偽表示のリスクの開示実態」『同志社商学』第67巻第4号, pp.273-286
- 林隆敏 (2021) 「監査上の主要な検討事項と開示情報の関連付け－早期適用事例の分析－」『会計』第200巻第1号, pp.1-13
- 町田祥弘・井上俊剛・松本祥尚 (2021) 「KAMの本適用に関する座談会 第4回(最終回) 規制当局・学会編」『経営財務』No.3521 (2021.9), pp.16-27
- 松本祥尚 (2020) 「監査報告書拡張の更なる進展」『同志社商学』第71巻第6号, pp.1333-1348
- 矢澤憲一 (2021) 「テキストマイニングを用いた『監査上の主要な検討事項 (KAM)』の分析-2021年3月期全面適用に向けた予備的考察」『ディスクロージャー&IR』Vol.16, pp.55-65
- 山内長承 (2017) 「Pythonによるテキストマイニング入門」オーム社



## 研究論文

経営分析研究  
第36巻第1号（通巻36号）  
2023年6月  
pp. 43-60

日本経営分析学会  
日本経済会計学会

# 従業員の就業環境と企業業績の関係： 若年離職率を用いた分析

松本智広(東京都立大学)

2022年2月28日受付；2022年8月10日改訂稿受付；2022年8月21日論文受理；  
2023年3月9日オンライン利用可能

### Abstract

本研究では、従業員の就業環境と企業業績の関係について、若年離職率を就業環境の代理変数として用いた実証分析を行った。優れた就業環境は従業員の意欲や採用活動に良い影響を及ぼし、企業業績の向上につながる考えられる一方、企業には増員をはじめとするコスト負担が生じることで、企業業績の低下につながることも考えられる。本研究では、企業業績（ROA・ROE）に対し、説明変数に若年離職率および若年離職率の二乗項を用いた分析を行うことで、両者の関係性を検証した。分析の結果、若年離職率が企業業績に対し統計的に有意にU字型の曲線関係を示すことが分かった。また、若年離職率と企業業績の関係が負から正に転ずる臨界点は40%前後（ROAが約41.2%、ROEが約36.5%）と高く、ほとんどの企業においては従業員の就業環境と企業業績との間に正の関係が見られることが示された。

**Keywords**：就業環境、企業業績、若年離職率、ブラック企業、人的資本

【謝辞】本稿は日本経済会計学会第2回秋季大会にて発表した内容に加筆修正をしたものです。本研究を進めるにあたり、多大なるご指導を頂きました浅野敬志先生（東京都立大学）に心より感謝申し上げます。また、司会をお引き受けいただきました山本達司先生（同志社大学）、貴重なご意見を賜りました奥村雅史先生（早稲田大学）、亀川雅人先生（文京学院大学）、吉田靖先生（東京経済大学）、古山徹先生（嘉悦大学）、本稿に対し丁寧なご指導、ご指摘を賜りました匿名査読者の先生方、浅野信博先生（大阪公立大学）、木村史彦先生（東北大学）にこの場を借りて深く感謝申し上げます。

Corresponding Author: Akihiro Matsumoto, Doctoral Course, Graduate School of Management, Tokyo Metropolitan University

松本智広 東京都立大学大学院経営学研究科博士後期課程 〒192-0397 東京都八王子市南大沢1-1

E-mail: matsumoto-akihito@ed.tmu.ac.jp

©2020 The Japanese Society for Business Analysis and The Japanese Association for Research in Disclosure  
All rights reserved.

*The Journal of Business Analysis*  
Vol. 36, Issue. 1 (No. 36)  
June 2023  
pp. 43-60

The Japanese Society for Business Analysis  
The Accounting and Economic Association of Japan

# The Relationship between Employee Work Environment and Firm Performance: An Analysis Using the Turnover Rate of the Youth

Akihiro Matsumoto, Tokyo Metropolitan University

Submitted February, 28, 2022; Revised August, 10, 2022;  
Accepted August, 21, 2022; Available online March, 9, 2023

## Abstract

This paper investigates the relationship between employee work environment and firm performance using the turnover rate of the youth as a proxy variable for work environment. While a good work environment is thought to have a positive impact on employee motivation and recruitment activities, and thus improve firm performance, it is also thought to deteriorate firm performance because of the burden of the cost such as the additional employees. In this study, I analyzed the relationship between employee work environment and firm performance by regressing firm performance (ROA, ROE) on the turnover rate of the youth and the square term of it. The results show a U-shaped relationship between the turnover rate of the youth and firm performance. Also, the critical point at which the increase of the turnover rate of the youth on firm performance changes from negative to positive is high at around 40% (41.2% for ROA and 36.5% for ROE), indicating that employee work environment and firm performance has a positive relationship for most firms.

**Keywords:** Work environment, Firm performance, Turnover rate of the youth, Exploitative company, Human capital

## I. はじめに

近年、企業における従業員の就業環境に対し社会的な注目が集まっている。2000年代に登場した「ブラック企業」という言葉は広く社会に定着し、流行語になるなど、従業員に対して劣悪な就業環境を強いる企業に対しては社会的な批判の声が向けられるようになった。また、政府も2018年には「働き方改革関連法」を成立させ、労働者の就業環境改善に向けた取り組みを進めていく姿勢を示している。さ

らに2020年の新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、テレワークの実施をはじめ、従業員の就業環境に対する企業の姿勢を改めて問う契機となった。

労働安全衛生法や労働契約法では、企業に対して従業員の就業環境に配慮することを求めている。しかし、従業員の就業環境について、企業業績との関係に着目し、定量的に分析する試みはこれまで十分に行われてこなかった。そこで本稿では、従業員の就業環境と企業業績との関係について、企業の若年離職率を代理変数に用いた実証分析を行う。定量的な分析により、特定の事例に基づく分析や一部の従業員への聞き取り調査などからは明らかにされてこなかった、日本の企業における就業環境と企業業績との関係性の全体像を明らかにしたい。

本稿の構成は次のとおりである。まず、第2節で日本の就業環境や企業業績への影響について概観を述べ、第3節で先行研究を確認する。その後、第4節でリサーチデザインを述べ、第5節に分析結果を示したのち、第6節で本研究の結論と今後に向けた課題を述べている。

## II. 就業環境と企業業績

### 1. 日本の就業環境

日本では戦後、終身雇用、年功序列、企業別組合という「三種の神器」を特徴とする日本的雇用慣行が生まれ、1958年にはJ. C. アベグレンによる *The Japanese Factory*（邦訳『日本の経営』）が出版されるなど、世界から注目を集めた。しかし、1988年には「過労死110番」という市民相談窓口が設置されるなど、長時間労働に代表される過重労働等の負の側面が次第に顕在化した。

その後、「1980年代になると、日本の国際的競争力が長時間労働に支えられているという国際的批判が高まり、労働省（当時）は、①時間外労働の削減、②週休2日制の普及および③年休の完全消化の三つの柱からなる労働時間短縮行政を強力に進めた」（島田，2019，pp.5-6）こともあって、日本の労働時間はデータ上、急速に減少してきた。

しかしながら、Evans et al. (2001) では、日本の労働時間の急速な減少について、部分的には短時間労働者の大幅な増加によりもたらされたものであるとの指摘がなされており、Kanai (2009) においても、労働時間の分布を見ると年齢や雇用形態による労働時間の二極化が見られ、長時間労働者は近年、より長い時間働いているとされるなど、長時間労働の問題は必ずしも解決しているとは言えない状況である。

日本で過酷とも言える就業環境の企業が数多く見られてきた理由について、例えばNishiyama and Johnson (1997) は、リーン生産方式として知られる、無駄を削り、合理化を進める日本的生産管理システムそのものが長時間労働や過重労働を生み、過労死の発生につながっていると指摘している。また、細川 (2020) は、日本の長時間労働（過重労働）問題の背景として、法制度の要因などとともに、構造上の要因として日本的雇用システムとその特徴である長期雇用慣行を挙げており、その上で、「1990年代以降のグローバル競争の激化、1990年代末期から2000年代にかけての景気低迷の長期化、企業内の人員構成の中高年化などを背景に、人件費コストの削減圧力が高まったことが、（とりわけ20代～40代の）正社員の過重労働を助長する要因となった」（同論文，p.11）としている。

そうしたなか、2000年代には若者に過重労働を強いる企業を表す概念として「ブラック企業」という言葉が生まれ、社会的関心を集めた<sup>1)</sup>。2014年には過労死等の問題が依然として多発していることを踏まえ、過労死等防止対策推進法が制定されている。その後、2018年には働き方改革関連法（働き方改革を推進するための関係法律の整備に関する法律）が成立した。これは時間外労働の上限を規制するなど、今後の就業環境のあり方に大きな影響を与えうることとなっている。また、2020年には新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴いテレワークや時差出勤が広く普及するなど、日本企業の就業環境を巡る状況は大きく変わりつつある。

## 2. 就業環境の定義

本稿では就業環境を、働きやすさと働きがいという両概念を包括する概念として捉えている。働きやすさと働きがいについて、厚生労働省(2019a)「令和元年版 労働経済の分析」では、「『働きやすさ』は、働く人が安心して快適に働ける職場環境を示す概念であり、(中略)『働きがい』は、働く人が生き生きと誇りをもって熱心に働ける職場環境を示す概念」(同書, p.122)とされている。そしてその両概念の関係性については、「『働きがい』は働く人の仕事への積極的な関わりを促す要因(プッシュ要因)である一方で、『働きやすさ』はそれを疎外する要因(プル要因)を取り除くものであると考えられる」(同書, p.122)とされている。

つまり、まず働きやすさがあり、その上で働きがいがあるという整理である。したがって、長時間労働や過重労働といった、働きやすさを阻害する要因を取り除いた上で、従業員一人ひとりに働きがいのある業務を割り当てている企業こそ、就業環境の優れた企業ということになる。

## 3. 企業業績への影響

それでは、従業員の就業環境と企業業績はどのような関係にあるのか。優れた就業環境は従業員の意欲や採用活動に良い影響を及ぼし、企業業績の向上につながる一方、企業にとっては増員をはじめとするコスト負担が生じる可能性もあり、企業業績の低下につながることも考えられる。

厚生労働省の「働きやすい・働きがいのある職場づくりに関する調査<sup>2)</sup>」は、働きやすさ・働きがいの実現が、労働者の意欲の向上や定着率の向上につながり、労働者のパフォーマンスが向上するというモデルを想定している。同調査は中小企業を対象に、企業に対する郵送調査と従業員に対するウェブ調査を実施し、雇用管理のあり方や従業員の仕事に対する意識等について集計、分析したものである。分析の結果、企業の評価・処遇制度や人材育成等の雇用管理施策の効果的な取り組みが従業員の前向きな行動を促進し、従業員の離職率を低めること、従業員の働きやすさや働きがいが高い場合に仕事に対する意欲や定着が高く、企業業績の向上傾向が見られることが示されている。

また、「令和元年版 労働経済の分析」には、次のような記述が見られる。

働きやすい職場環境の整備は、女性や高齢者のみならず、あらゆる人材の確保のためにも重要である。それに加え、働きがいのある職場では、働く人はより積極的に仕事にコミットするため、働く意欲やモチベーションが高まる可能性が高い。このような、働きやすく働きがいのある職場では、

働く人にとっては自己充足感や達成感が得られるとともに、企業から見れば、企業の人的資本が効率的に活用されている状態ともいえ、生産性やパフォーマンスにもポジティブな影響が出ることが想定される。（同書, p.122）

ここでは、働きやすさや働きがいといった従業員の就業環境の整備が、人材の確保や働く意欲、モチベーションを通して企業のパフォーマンスに影響を及ぼすことが想定されている。企業の財・サービスが労働者によって生み出されている以上、必要人員の確保は企業活動の根幹に関わる問題であり、就業環境が劣悪な企業では必要人員の確保が難しくなり、業績に悪影響を及ぼす事態は十分に考えられる。

人材を経営資源の一つと捉えれば、企業内部の経営資源が企業の持続的な競争優位の源泉であるとして、経営資源を経営価値、希少性、模倣困難性、代替可能性の視点から分析することを提案している Barney (1991) などによる RBV (Resource Based View) 理論の視点からも、就業環境が優れた企業は優秀な人材を採用、確保することができるため、企業業績に良い影響を及ぼすと考えることができる。こうした考えは実務的にも広く受け入れられており、例えば優秀な人材の採用、定着、活用等のために取り組む企業が見られる雇用主ブランディングについて、Backhaus and Tikoo (2004) は、「雇用主ブランディングの取り組みは、人的資本が企業に価値をもたらし、人的資本への適切な投資が企業業績を向上させる、という仮定に基づくものである」（同論文, p.503）と述べている。

就業環境が従業員の働く意欲やモチベーションに影響することで企業業績に影響を及ぼす点も重要である。「令和元年版 労働経済の分析」では、『『仕事から活力を得ていきいきとしている』（活力）、『仕事に誇りとやりがいを感じている』（熱意）、『仕事に熱心に取り組んでいる』（没頭）の3つが揃った状態として定義される』（同書, p.171）ワーク・エンゲイジメントの向上が生産性向上につながる可能性を指摘している。また、Edmondson (2019) は、近年、社会的、学術的な注目が集まっている職場の心理的安全性に着目し、さまざまな事例研究を行い、特に変動性 (Volatility)、不確実性 (Uncertainty)、複雑性 (Complexity)、曖昧性 (Ambiguity) に特徴付けられる VUCA の時代においては心理的安全性が企業利益に直結するものと述べている。

以上のように、優れた就業環境が企業業績の向上につながる事が考えられる一方で、就業環境を改善するための取り組みには少なからずコスト負担が発生する。例えば「令和元年版 労働経済の分析」では、労働時間が長く、年次有給休暇の取得率が低いほど働きにくいと感じる労働者が増加することが示されている。そこで就業環境改善のため、従業員一人当たりの労働時間の削減を図る場合、企業には従業員の増員や最新設備の導入といったコスト負担が生じることになる。営業時間、操業時間の削減で対応することも考えられるが、いずれにせよこうした取り組みは企業業績に負の影響を及ぼしうる。

このように、従業員の就業環境への配慮に伴うコストを考えれば、企業にとっては就業環境に配慮せず、コスト負担を回避することが企業業績の向上につながると考えられる。その例が、いわゆる「ブラック企業」と呼ばれる企業であるが、こうした企業は劣悪な就業環境を従業員に強いるなかで企業業績を向上させているとされる<sup>3)</sup>。実際に、労働政策研究・研修機構による事業所および従業員調査のデータを用いた、小林 (2015) では、傾向スコアマッチング法による分析の結果、賃金不払残業が発生している事業所において経常利益が向上している傾向にあることが示されており、「賃金を払わないコス

ト削減効果が大きい」(同論文, p.40)とされている。

このように、就業環境と企業業績との関係については、就業環境改善の効果により企業業績が向上することが考えられる一方、就業環境改善に要するコストが企業業績の低下を招くことも考えられる。そこで、就業環境と企業業績との間に実際にどのような関係が成り立っているのかを捉えるためには、両者を定量化して実証的な研究を行う必要がある。

### Ⅲ. 先行研究等

#### 1. 先行研究

働きやすさや働きがいといった就業環境については定量化が困難なことから、就業環境と企業業績の関係を実証的に分析した研究は必ずしも多くはない。両者の関係を直接扱った実証研究としては、清水(2008)が、働きやすさを規定する基礎的要因として若年定着率、有給休暇取得日数、評価基準公開ダミー、評価結果告知ダミーを説明変数に用い、企業業績(ROA)を被説明変数とした実証分析を行っている。分析ではサンプルサイズが2006年度の300社と限られているものの、4つの説明変数のうち若年定着率が統計的に有意となっており、企業業績に対して正の相関を有することを示唆する結果が得られている。

また、山田他(2017)では、日本経済新聞社がアンケート調査等の結果を基に作成している「働きやすい会社」「人を活かす会社」ランキングを利用し、ランキング上位の企業を働きやすい会社として定義した分析を行い、働きやすい会社については将来数年間にわたって財務パフォーマンス、株式パフォーマンスが高い傾向にあることを示している。さらに、Edmans(2011)では、「100 Best Companies to Work for in America」に掲載された企業に基づくポートフォリオを組成した分析から、企業特性等をコントロールした上でも超過リターンが得られることを確認し、従業員満足度がリテンションやモチベーションを通して企業業績に良い影響を与えることを示している。就業環境に関するランキングにはセレクションバイアスが生じるほか、順位付けに用いられるモデルに結果が依存するといった問題がある点には注意が必要であるが、こうしたランキングを用いた分析の結果からは、就業環境と企業業績との間に正の関係があることが示されていると言える。

従業員の就業環境と結び付きの深い人件費等、人材投資の状況を用いた実証分析としては、例えば石川・長谷川(2019)がある。同論文では、人材投資の効率に着目して株式リターンとの関係を分析しており、労働分配率が高く、従業員に対する利益還元が積極的ともいえる企業の株式リターンが高くなる傾向があることが指摘されている。労働分配率の高低は必ずしも本稿で想定する就業環境の良し悪しに直結するものではないが、従業員の就業環境を考える上では重要な要素と言える。

企業によるHRM(人的資源管理)への取り組みと業績との関係について、質問紙調査等を用いた調査、分析を行っている研究は数多く存在している。例えば、西岡(2015)では、経済産業研究所「日本における無形資産インタビュー調査」のデータを用いた分析を行い、人的資源管理において整合性がない場合には企業成長に負の影響を及ぼす可能性があることを指摘している。また、Huselid(1995)では、米国の968社に対するアンケート調査結果を用いた分析を行い、HRMへの取り組みが退職率を低め、

生産性を高めることで企業の財務業績に概ね正の影響を与えることを示している。こうしたHRMと企業業績との関係に関する先行研究のサーベイと、長期間データを用いた実証研究のメタ分析を行った Saridakis et al. (2017) では、高い業績を上げるための施策と企業業績との関係について、因果関係まで明らかにした研究が少ないことを指摘しつつも、両者の間にポジティブな関係があることは明らかであると結論づけている。HRMに関する実証研究においては聞き取りや質問紙調査を用いた研究が一般的であるため、調査対象が限定されることや回答バイアスが生じうる点は留意する必要があるが、先行研究の結果は適切なHRMの取り組みと企業業績との間に正の関係があることを示すものとなっている。

そのほか、企業の社会的取り組みを評価するCSRやESGの指標を用いた研究は数多く存在しており、例えば、Waddock and Graves (1997) は、雇用関係を含む企業の社会的取り組みを8つの側面から評価したKLD社によるスコアを加工、修正して作成したスコアを用い、当該スコアが財務変数と正の関係にあることを示している。また、Tsoutsoura (2004) は、KLDスコアのほか、KLD社による社会的責任投資のインデックスであるDomini 400 Social Indexに含まれるか否かのダミー変数を用いた分析を行い、CSRの取り組みと財務業績との間に正の関係を見出している。日本においては、首藤他(2006)が、CSRへの積極的取り組みはリスク軽減を通して企業経営に貢献していることや株式市場においてもポジティブに評価されていることを指摘しているほか、加賀田(2008)は、産休取得率、女性管理職比率といった項目でほどほどに力を入れている企業がもっとも業績が高いという結果を示している。さらに、大浦(2017)では、「CSR企業総覧」の4つの項目についての各企業の5段階評価を利用した回帰分析を行い、「人材活用」への取り組みがROA、ROEに対して正に有意であること示している。

雇用、人的資本に対する評価も含むESGの指標を用いた研究としては、例えばIrawan and Okimoto (2021) は、Refinitiv DatastreamのESGスコアを用い、2011年以降にESGスコア（特に「社会」と「総合」スコア）がトービンの $q$ に正の影響を与えるようになったことを確認している。Friede et al. (2015) は、ESGと企業業績に関する2,000本を超える論文について調査した約60本の論文を基に分析を行い、約90%の研究ではESGと企業業績の間にネガティブでは無い関係が示されており、ESGと企業業績については概ね正の関係が認められるとしている。CSRやESGは雇用や人的資本といった就業環境の問題に限らず、環境問題や地域、社会との関わりといった多様な側面を含む指標であるためその具体的な関係性については精査する必要があるものの、そうした指標が企業業績と正の関係にあるとする先行研究の結果は、就業環境と企業業績との関係を考える上で重要な示唆を与えるものと言える。

そのほか、就業環境の良否と強い関係があるものと想定される従業員の離職と企業業績との関係については、Hancock et al. (2013) が、48の先行研究を基にしたメタ分析を行い、両者の間に負の関係が存在すること、一方で、業績に対して最適な離職率が存在しうることを示唆する弱い曲線関係が見られることを示している。離職と業績の間の曲線関係について、Abelson and Baysinger (1984) は、企業にとって従業員の離職はその離職によって発生するコストとリテンションに要するコストという二つの要因が関係するため、逆U字型の関係になるという最適流動性仮説を提示している。山本・黒田(2016)は、経済産業研究所「人的資本形成とワークライフバランスに関する企業・従業員調査」のデータを用いて最適流動性仮説の検証を行い、売上高経常利益率に対し、離職率が有意に逆U字型の関係を示し、離職率の最適点が19.4%となることを示している。

## 2. 就業環境と企業業績の関係

上記のような先行研究の成果を踏まえると、従業員の就業環境が企業の持続的な競争優位の源泉となる人的資本の獲得や定着、業務への意欲、あるいは社会的評判への影響等その他さまざまな経路を通じて企業業績に影響を及ぼしていることは明らかである。つまり、優れた就業環境は良好な企業業績につながる事が想定される。

一方で、就業環境への配慮をコストと捉えるならば、従業員をむしろ劣悪な就業環境の下で雇用し続けることが、コストを抑制し、企業業績の向上につながりうる。劣悪な就業環境は従業員の採用や定着に悪影響を及ぼすことが想定されるが、失業率が高い場合など、労働市場において買い手である企業側が優位にある場合にはそうした負の影響は緩和されうる<sup>4)</sup>。特に、業務に求められる技能水準が高くない場合や企業特殊の技能の蓄積が重要でない場合など、従業員に代替的な労働力を低廉に外部労働市場から確保することが容易な場合には、劣悪な就業環境を強いることで搾取的な雇用管理を行う企業の方がコストを抑制でき、他社に対して有利に立つことも想定される<sup>5)</sup>。

こうした劣悪な就業環境により企業業績を向上させている企業については、就業環境と企業業績に関する実証的な先行研究の文脈において見落とされてきた可能性がある。これは、就業環境の劣悪な企業が取って詳細な調査研究に協力することは考えにくく、また、分析対象の中でこうした企業の数が必要と多くない場合には分析過程でその影響が捨象されてしまうことも起こりうるためである。

本稿では広く上場企業のパネルデータを用い、就業環境と企業業績の関係について実証的な分析を行う。就業環境と企業業績の関係については、優れた就業環境が良好な企業業績に結びつくことが想定される一方、就業環境の劣る企業においては搾取的な雇用管理を行い、従業員に劣悪な就業環境を強いることが企業業績の向上につながることも考えられる。したがって、就業環境と企業業績の関係としては、就業環境の良い企業ほど企業業績は良好であるが、特に就業環境の悪い企業ではむしろ就業環境の悪い企業ほど企業業績が良好であることが想定される。

## IV. リサーチデザイン

### 1. 就業環境の代理変数

就業環境と企業業績の関係を実証的に分析するためには就業環境を定量的に把握する必要がある。就業環境を定量的に把握する方法としては、質問紙調査の実施や「働きやすい会社ランキング」等の指標を用いる方法が考えられるが、すでに指摘してきたとおり回答バイアスやセクションバイアスなどの問題が生じることを避けられず、客観的に企業間の就業環境を比較するのに適さない。そこで本稿では、質問回答者や指標作成者等の主観的要素が介在しづらい、若年離職率（新卒入社者の3年以内離職率）を就業環境の代理変数として用いる。

就業環境を示す客観性の高い指標としては、若年離職率のほかにも賃金水準や女性従業員比率あるいは女性管理職比率を用いる方法も考えられる。賃金水準は必ずしも従業員の働きやすさや働きがいに直結するものではないという課題があるが、女性活用に関する指標については、山本(2014a)において、職場の労働時間が短い場合やワークライフバランス施策が充実している企業において正社員女性比率や

管理職女性比率が高くなっていることが示されており、企業の実業環境を表す重要な指標と言える。しかしながら、「女性活用が企業業績を高める場合、生産性対比でみた賃金が割安であることによる人件費節約効果によるケースと、潜在的な女性労働者の能力・スキルの活用による生産性向上効果によるケース」（山本, 2014b, p.4）とが考えられるなど、女性活用に特有の効果が企業業績に影響を及ぼすことが想定されるため、就業環境の代理変数として用いた場合には結果の解釈が難しくなるという問題がある。

そこで、本稿では就業環境の代理変数に若年離職率を用いる。これは、日本においては新卒一括採用が広く行われており、また、終身雇用や年功序列といった日本的雇用慣行が残存しているため、今日でも大手企業を中心に内部労働市場型の人材マネジメントが主流となっていることと関係している。つまり、日本では依然として新卒時に入社した企業で働き続ける労働者が多く、そうでなくとも新卒で入社した企業において実務経験を積み、各種のスキルを身に付けることがその後のキャリア形成において重要な意味を持つ。そのため、少なくとも新卒入社後3年もせずに離職することをあらかじめ計画している者は稀であり、若年離職のほとんどは本人にとっても予期せざる離職であると考えられる。若年就業者がこのような予期せざる離職を選択せざるをえなくなる背景には就業環境の問題、つまり望ましくない就業環境が存在している可能性が極めて高い。

実際に、若年離職経験者を対象に実施された各種の離職理由調査の結果を概観すると、働きやすさや働きがい、労働条件といった、就業環境に関する項目が離職理由の上位を占めていることが分かる。図表1は、主要な調査の結果から離職理由の上位5つをまとめたものである。いずれの結果においても、労働時間や休日、休暇、賃金といった労働条件、職場の人間関係、仕事のノルマ、ストレスの大きさ等、就業環境に関する項目が上位を占めている。その一方で、キャリアアップや起業、家業を継ぐためといったポジティブな理由や、倒産、解雇といった企業側都合によるものは若年離職の主要な理由でないことがわかる。

このほか、産業別の大卒後3年目離職率と有給休暇取得率、法定外福利費、非正規比率、賃金の期待上昇率との関係を分析した厚生労働省（2013）においても、「職場の就労条件が離職に影響を及ぼしていることがうかがわれる」（同書, p.141）とされるなど、若年離職の多くが就業環境に関連して発生していることは明らかである。

こうした点を踏まえ、本稿では従業員の就業環境はその企業の若年離職率に反映されると考え、就業環境が良い場合に若年離職率は低く、就業環境が悪い場合に若年離職率は高くなるものと想定する。各企業の若年離職率は東洋経済新報社「CSR企業総覧」のデータを基に、次のとおり算出する<sup>6)</sup>。

$$\text{turnover} = \frac{\text{3年前4月1日入社者} - \text{うち直近4月1日在籍者}}{\text{3年前4月1日入社者}}$$

図表 1 若年離職者の離職理由

出典	労働政策研究・研修機構 (2017)			
調査名	若年者の能力開発と職場への定着に関する調査			
実施年	2016年2月～3月			
調査対象年齢	21歳から33歳			
質問項目	初めての正社員勤務先離職理由 (複数回答)			
回答対象者	新卒3年以内離職者			
回答数	男性 432		女性 627	
退職理由 上位5つ 及び割合 (%)	労働時間・休日・休暇の条件がよくなかったため	34.0	肉体的・精神的に健康を損ねたため	34.3
	自分がやりたい仕事とは異なる内容だったため	29.9	労働時間・休日・休暇の条件がよくなかったため	33.2
	肉体的・精神的に健康を損ねたため	29.9	人間関係がよくなかったため	29.7
	人間関係がよくなかったため	27.5	結婚・出産のため	25.8
	仕事が上手くできず自信を失ったため	26.4	自分がやりたい仕事とは異なる内容だったため	23.4
出典	労働政策研究・研修機構 (2019)			
調査名	第2回若者の能力開発と職場への定着に関する調査			
実施年	2018年8月			
調査対象年齢	20歳から33歳			
質問項目	初めての正社員勤務先離職理由 (複数回答)			
回答対象者	初職勤続年数3年以内・離職者			
回答数	男性 672		女性 883	
退職理由 上位5つ 及び割合 (%)	労働時間・休日・休暇の条件がよくなかったため	29.3	肉体的・精神的に健康を損ねたため	31.1
	人間関係がよくなかったため	26.8	人間関係がよくなかったため	29.6
	肉体的・精神的に健康を損ねたため	26.5	賃金の条件がよくなかったため	24.2
	賃金の条件がよくなかったため	26.0	自分がやりたい仕事とは異なる内容だったため	23.0
	自分がやりたい仕事とは異なる内容だったため	26.0	結婚・出産のため	22.9
出典	労働政策研究・研修機構 (2007)			
調査名	若年者の職場定着にかかわる調査			若年者の求職活動と職場定着にかかわる調査
実施年	2006年9月～11月			
調査対象年齢	35歳未満			
質問項目	前職の離職理由 (複数回答)			
回答対象者	在職者		求職者	
回答数	5636		3365	
退職理由 上位5つ 及び割合 (%)	給与に不満	34.6	仕事上のストレスが大きい	43.0
	仕事上のストレスが大きい	31.7	給与に不満	31.3
	会社の将来性・安定性に期待が持てない	28.3	労働時間が長い	29.9
	労働時間が長い	26.9	職場の人間関係がづらい	27.9
	仕事がつい	21.7	会社の将来性・安定性に期待が持てない	26.9
出典	内閣府政策統括官 (共生社会政策担当) (2018)		厚生労働省 (2019b)	
調査名	子供・若者の現状と意識に関する調査 (平成29年度)		平成30年若年者雇用実態調査	
実施年	2017年10月～11月		2018年10月～11月	
調査対象年齢	16歳から29歳		15歳から34歳	
質問項目	初職就業先離職理由 (複数回答)		初めて勤務した会社の離職理由 (複数回答3つまで)	
回答対象者	離職経験者		離職経験者	
回答数	4080		9427 (注)	
退職理由 上位5つ 及び割合 (%)	仕事が自分に合わなかったため	43.4	労働時間・休日・休暇の条件がよくなかった	30.3
	人間関係がよくなかったため	23.7	人間関係がよくなかった	26.9
	労働時間・休日・休暇の条件がよくなかったため	23.4	賃金の条件がよくなかった	23.4
	賃金がよくなかったため	20.7	仕事が自分に合わない	20.1
	ノルマや責任が重すぎたため	19.1	ノルマや責任が重すぎた	13.9

(注) 調査全体の有効回答数19,889人×初めて勤務した会社で現在勤務していない割合47.4%より算出

## 2. 分析モデル

実証分析は、東洋経済新報社「CSR企業総覧」2018～2020年の各年版および日経NEEDS-Financial QUESTから作成した企業の3年分のパネルデータを用いた重回帰分析を行う。就業環境と企業業績の関係について、まずは単純な線形関係を想定した次のモデルによる分析を行う。

$$Y_i = \alpha + \beta \text{turnover}_i + \gamma Z_i + u_i$$

ここで $Y_i$ は被説明変数である企業業績を、 $\text{turnover}_i$ は説明変数である若年離職率を、 $Z_i$ はコントロール変数を表す。 $\alpha$ は定数項、 $u_i$ は誤差項であり、 $i$ は企業を表す。

続いて、就業環境の良い企業ほど企業業績は良好であるが、特に就業環境の悪い企業ではむしろ就業環境の悪い企業ほど企業業績が良好であることが想定されることを踏まえ、若年離職率と企業業績の間にU字型の曲線関係を想定し、説明変数に若年離職率の二乗項 $\text{turnover}^2_i$ を加えた次のモデルによる分析を行う。

$$Y_i = \alpha + \beta_1 \text{turnover}_i + \beta_2 \text{turnover}^2_i + \gamma Z_i + u_i$$

被説明変数 $Y_i$ には、企業業績に関する変数としてROAおよびROEを用い、それぞれについて回帰分析を行う。ROAは分母に総資産、分子には営業利益を用いているが、これは本業に関連する収益性に焦点を当てた、全社的な経営パフォーマンスを表す指標となっている。ROEは分母に純資産、分子には純利益を用いているが、こちらは投資家の収益性に焦点を当てた、投資家視点の経営パフォーマンスを表す指標となっている<sup>7)</sup>。

説明変数 $\text{turnover}_i$ は若年離職率である。就業環境の良い企業ほど企業業績が良好であると仮定すれば、説明変数の若年離職率は企業業績に対して負の係数を有することが予想される。また、就業環境の良い企業ほど企業業績は良好であるが、特に就業環境の悪い企業ではむしろ就業環境の悪い企業ほど企業業績が良好であると仮定すれば、若年離職率と企業業績の間にU字型の曲線関係が想定されることから、若年離職率の一乗項は負の係数、二乗項は正の係数を示すことが予想される。

若年離職率については被説明変数との同時性もたらず内生性の問題を緩和するため、会計情報に対して最低でも6ヶ月のラグをとった数値を用いている。つまり、例えば各企業の2020年度のデータは、「CSR企業総覧」2020年版に収録された2019年4月時点のデータを基に算出した若年離職率と、2019年10月から2020年9月の間に決算された期末決算情報とを合致させたものとなっている。

コントロール変数 $Z_i$ は、Waddock and Graves (1997) や大浦 (2017) などを参考に、従業員数、新卒採用者数、資産、D/Eレシオ、業種ダミー、年次ダミーを用いる。従業員数と資産は企業の規模をコントロールするために用いており、規模の経済等の観点から企業業績に対して正の影響を有すると予想される。本稿では若年離職率を用いた分析を行うことから、新卒採用者数もコントロール変数として用いている。新卒採用者数についても従業員数と同様に正の係数を有することが予想される。従業員数、新卒採用者数、資産については対数変換した変数を用いている。D/Eレシオは企業のリスク耐久性を表すために用いたものであり、企業業績に対して負の符号を有すると予想される。なお、被説明変数をROEとするモデルでは、ROEに財務構成の影響が反映されることからD/Eレシオは用いていない。そ

のほか、業種と年度の違いによる影響をコントロールするため業種および年次ダミーを用いている。業種分類は東証の中分類による。

各変数について、若年離職率、従業員数、新卒採用者数に関する変数は「CSR企業総覧」のデータを基に作成している。なお、「CSR企業総覧」では上場企業全社および主要未上場企業を対象に調査が行われているが<sup>8)</sup>、未回答の企業も存在している。未回答の理由は定かではないが、例えば従業員に関する情報について、極端に就業環境が悪く、離職率の高い企業が情報開示を拒んでいる可能性もある点には注意が必要である。

### 3. サンプル選択

分析対象は次の条件を満たす上場企業である。

①「CSR企業総覧」および日経NEEDS-Financial QUESTからデータが入手可能である。②モデルに用いる変数のデータに欠損値が含まれない。③直近の新卒採用者数が1名以上である<sup>9)</sup>。④業種が銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業以外である。⑤事業年度の決算月数が12ヶ月である。⑥日本会計基準を採用している。

分析対象期間は「CSR企業総覧」2018～2020年版のデータに対応する3年間である<sup>10)</sup>。なお、必ずしも3年分のデータが揃っていることは要件としていないため、本分析で扱うサンプルはunbalanced-panelとなっている。また、上記条件から得られたサンプルについて、年別に各変数上下1%のデータを異常値として除外している<sup>11)</sup>。

### 4. 記述統計量

上記の処理を行い、最終的に得られたサンプルにおける各変数の記述統計量を図表2に、相関係数を図表3に示した。最終的なサンプルサイズは、被説明変数をROAとする場合1,744企業・年度であり、ROEとする場合1,680企業・年度である<sup>12)</sup>。サンプルの若年離職率の平均値は約15%となっている。厚生労働省「新規学卒者の離職状況」によると、大卒者の就職後3年以内離職率は2016年3月卒業者で32.0%、高卒者で39.2%となっており<sup>13)</sup>、これに比べサンプルの若年離職率はかなり低い数値と言える。この乖離は、本分析のサンプルには小規模事業者が含まれないことや、異常値処理により極端に従業員数の少ない企業や経営状態が悪化している企業等が除かれていることなどにより生じているものと推測される。

図表2 記述統計量

変数	N	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
ROA	1,744	0.0634	0.0413	-0.0341	0.0354	0.0563	0.0839	0.2385
ROE	1,680	0.0804	0.0630	-0.2275	0.0459	0.0774	0.1142	0.3383
若年離職率	1,744	0.1587	0.1558	0	0.0538	0.1176	0.2222	1
若年離職率 <sup>2</sup>	1,744	0.0495	0.1088	0	0.0029	0.0138	0.0494	1
log(従業員数)	1,744	6.9599	1.1626	3.5553	6.1924	6.9217	7.8158	9.7350
log(新卒採用者数)	1,744	3.6462	1.1606	0.6931	2.8332	3.6636	4.4601	6.5352
log(資産)	1,744	11.7127	1.5865	7.8462	10.5757	11.7066	12.8140	15.6068
D/Eレシオ	1,744	1.1504	0.9121	0.1244	0.5384	0.8849	1.4936	8.1775

(注)・上記はROEを除きROAを被説明変数としたサンプルにおける記述統計量である。

・若年離職率は分析モデルの説明変数turnover、若年離職率<sup>2</sup>はturnover<sup>2</sup>のこと。以下の図表においても同じ。

図表3 相関係数

Panel A：被説明変数ROA

変数	ROA	若年離職率	若年離職率 <sup>2</sup>	log（従業員数）	log（新卒採用者数）	log（資産）	D/Eレシオ
ROA	1.0000						
若年離職率	-0.0143	1.0000					
若年離職率 <sup>2</sup>	-0.0143	0.8986	1.0000				
log（従業員数）	0.0848	-0.2397	-0.2540	1.0000			
log（新卒採用者数）	0.1708	-0.1520	-0.2227	0.8266	1.0000		
log（資産）	-0.0445	-0.3700	-0.3389	0.7266	0.7094	1.0000	
D/Eレシオ	-0.2566	0.0148	0.0145	0.1031	0.1304	0.2092	1.0000

Panel B：被説明変数ROE

変数	ROE	若年離職率	若年離職率 <sup>2</sup>	log（従業員数）	log（新卒採用者数）	log（資産）
ROE	1.0000					
若年離職率	-0.0596	1.0000				
若年離職率 <sup>2</sup>	-0.0406	0.8948	1.0000			
log（従業員数）	0.1363	-0.2156	-0.2284	1.0000		
log（新卒採用者数）	0.1889	-0.1321	-0.1999	0.8153	1.0000	
log（資産）	0.0742	-0.3505	-0.3150	0.7055	0.6993	1.0000

## V. 分析結果

### 1. 実証分析の結果

分析の結果を図表4に示した。分析にあたっては企業レベルのパネルデータを利用していることから、誤差項の不均一分散と系列相関を考慮し、企業クラスターと年次クラスターについて補正された標準誤差（two-way cluster robust standard error）および企業クラスターについてのみ補正された標準誤差（one-way cluster robust standard error）を用いた結果を示している<sup>14</sup>。図表4のPanel Aは被説明変数がROAの場合、Panel BはROEの場合である。それぞれ、線形関係を仮定したモデルと曲線関係を仮定して若年離職率の二乗項を加えたモデルの結果を示している。

分析の結果、線形関係を仮定したモデルについては、被説明変数がROAの場合とROEの場合のいずれにおいても若年離職率は統計的に有意な係数を持たないことが分かった。つまり、若年離職率と企業業績について単純な線形関係は認められなかった<sup>15</sup>。一方で、若年離職率の二乗項を加えたモデルを見ると、被説明変数がROAの場合とROEの場合のいずれにおいても若年離職率の一乗項の係数が負、二乗項の係数が正で、ROAに対しては5%有意水準で、ROEに対しては1%有意水準とともに統計的に有意な結果が得られた。これは若年離職率と企業業績とがU字型の曲線関係にあることを示すものである。

二乗項を加えたモデルについて詳しく見ていくと、まず被説明変数がROAの場合、若年離職率の一乗項の係数は-0.0425、二乗項の係数は0.0516となっている。このことは、若年離職率がある臨界点に達するまでは若年離職率が高くなるほどROAが低くなる関係にあるが、若年離職率がある臨界点を超えると、若年離職率が高くなるほどROAも高くなっていることを意味する。この臨界点を結果の係数から計算して求めると、約41.2%となる。本サンプルの若年離職率の平均値は約15.9%、中央値では約11.8%であり、第3四分位数でも約22.2%であることから、この臨界点の値は相当高いことが分かる<sup>16</sup>。

次に、被説明変数がROEの場合、若年離職率の一乗項の係数は-0.0741、二乗項の係数は0.1015である。ROAの場合と同じく若年離職率とROEがU字型の曲線関係を示しており、臨界点は約36.5%である。ROEを被説明変数とするサンプルにおいて、若年離職率の平均値は約15.3%、中央値は約11.5%、第3四分位数は約21.4%であり、臨界点はROAの場合と同様、相当高くなっている。

本稿において若年離職率は就業環境の代理変数であり、若年離職率が高いほど就業環境は悪く、若年離職率が低いほど就業環境は良いと想定している。したがって、本分析の結果を就業環境の観点から捉えると、若年離職率と企業業績の間にU字型の曲線関係が認められたこと、また臨界点が相当高くなっていることから、おおよそ就業環境の良い企業ほど企業業績は良好であること、一方で、特に就業環境の悪い企業においてはむしろ就業環境の悪い企業ほど企業業績が良好であることが示されたことになる<sup>17)</sup>。

図表4 回帰分析結果

Panel A：被説明変数ROA

説明変数	予想符号	係数	t値		係数	t値	
			two-way	one-way		two-way	one-way
若年離職率	(-)	-0.0088	-1.13	-1.03	-0.0425	-2.42**	-2.45**
若年離職率 <sup>2</sup>	(+)				0.0516	2.40**	2.28**
log(従業員数)	(+)	-0.0032	-2.11**	-1.62	-0.0035	-2.28**	-1.74*
log(新卒採用者数)	(+)	0.0122	6.89***	5.91***	0.0132	8.12***	6.32***
log(資産)	(+)	-0.0023	-1.52	-1.37	-0.0027	-1.89*	-1.60
D/Eレシオ	(-)	-0.0105	-8.94***	-7.40***	-0.0105	-9.11***	-7.43***
定数項		0.0756	4.68***	4.63***	0.0814	5.74***	4.98***
年度ダミー		Yes			Yes		
業種ダミー		Yes			Yes		
Adj-R <sup>2</sup>		0.2766			0.2794		
N		1,744			1,744		

(注) \*\*\*は1%有意水準、\*\*は5%有意水準、\*は10%有意水準を表す。

Panel B：被説明変数ROE

説明変数	予想符号	係数	t値		係数	t値	
			two-way	one-way		two-way	one-way
若年離職率	(-)	-0.0108	-0.67	-0.79	-0.0741	-3.65***	-2.97***
若年離職率 <sup>2</sup>	(+)				0.1015	4.76***	3.41***
log(従業員数)	(+)	-0.0007	-0.31	-0.21	-0.0011	-0.50	-0.33
log(新卒採用者数)	(+)	0.0116	3.68***	3.48***	0.0132	4.55***	3.95***
log(資産)	(+)	-0.0003	-0.11	-0.14	-0.0010	-0.38	-0.44
定数項		0.0799	2.55**	2.85***	0.0908	3.14***	3.30***
年度ダミー		Yes			Yes		
業種ダミー		Yes			Yes		
Adj-R <sup>2</sup>		0.1875			0.1915		
N		1,680			1,680		

(注) \*\*\*は1%有意水準、\*\*は5%有意水準を表す。

## 2. 追加検証

実証分析の結果が単年度の特殊事情による影響を受ける可能性を考慮し、追加検証として、サンプルにおける企業ごとの平均値を用いた回帰分析であるbetween推定を実施し、その結果を図表5に示した。

between推定を用いることにより、サンプルに企業業績や若年離職率が単年度のみ大きく変動したケースが含まれていたとしてもその影響を緩和することができる。追加検証の結果、係数の値が図表4の結果とわずかに異なるため、臨界点がROAについて約36.1%、ROEについて約32.5%となったものの、ROAに対しては5%有意水準、ROEに対しては1%有意水準で若年離職率が統計的に有意なU字型の曲線関係を示しており、between推定においても同様の結果が得られることが確認できた。

図表5 回帰分析結果（between推定）

Panel A：被説明変数ROA

説明変数	予想符号	係数	t値	係数	t値
若年離職率	(-)	-0.0058	-0.50	-0.0634	-2.47**
若年離職率^2	(+)			0.0879	2.50**
log(従業員数)	(+)	-0.0047	-2.06**	-0.0053	-2.30**
log(新卒採用者数)	(+)	0.0154	6.60***	0.0170	7.06***
log(資産)	(+)	-0.0039	-2.43**	-0.0045	-2.75***
D/Eレシオ	(-)	-0.0114	-7.28***	-0.0114	-7.30***
定数項		0.0907	3.42***	0.1018	3.80***
年度ダミー		Yes		Yes	
業種ダミー		Yes		Yes	
Adj-R <sup>2</sup>		0.2783		0.2838	
N		1,744		1,744	
N_groups		730		730	

(注) \*\*\*は1%有意水準、\*\*は5%有意水準を表す。

Panel B：被説明変数ROE

説明変数	予想符号	係数	t値	係数	t値
若年離職率	(-)	-0.0061	-0.34	-0.1183	-2.88***
若年離職率^2	(+)			0.1819	3.03***
log(従業員数)	(+)	-0.0016	-0.46	-0.0025	-0.70
log(新卒採用者数)	(+)	0.0145	4.09***	0.0175	4.77***
log(資産)	(+)	-0.0018	-0.75	-0.0029	-1.17
定数項		0.0847	2.13**	0.1047	2.61***
年度ダミー		Yes		Yes	
業種ダミー		Yes		Yes	
Adj-R <sup>2</sup>		0.1936		0.2034	
N		1,680		1,680	
N_groups		698		698	

(注) \*\*\*は1%有意水準、\*\*は5%有意水準を表す。

### 3. インプリケーション

以上の結果は、第一に、ほとんどの企業においては若年離職率が高いほど企業業績が低いこと、すなわち、就業環境と企業業績がおおむね正の関係にあることを示している。このことは、従業員の就業環境を改善する取り組みが企業業績の向上につながりうることを示す結果と言える。

加えて、本分析の結果は、特に若年離職率の高い企業においては若年離職率と企業業績との関係が反転し、若年離職率が高いほど企業業績が高い傾向が見られること、つまり、特に就業環境の悪い企業においては、むしろ就業環境の悪い企業ほど企業業績が良好であることを示すものとなっている。この結果の解釈は慎重を要するものではあるが、一つの見方として、就業環境の劣る企業の中には従業員に劣悪な就業環境を強いることで企業業績を向上させている、いわゆる「ブラック企業」と呼ばれるような企業が実際に一定数存在しており、搾取的な雇用管理に成功している企業ほど業績が良くなる傾向にあることを示唆するものと見ることもできる。従業員を劣悪な就業環境に置くことは道義的に許されるものではなく、法律上の問題を抱えているケースも多い。しかし、経済上の観点からは、一部の企業において、少なくとも短期的には劣悪な就業環境の下で従業員の雇用を続けることが企業業績の向上につながる合理的な経営判断となっている可能性があると言える。こうした解釈に基づけば、最悪の場合、労働者の死を招くこともある過重労働の問題を解決するためには、従業員に劣悪な就業環境を強いる企業に対して、その社会的コストに見合った負担を求めると、政策的な取り組みが必要であると言える。

## VI. おわりに

本稿では、従業員の就業環境と企業業績の関係について、若年離職率を就業環境の代理変数として用いた実証分析を行った。分析の結果、就業環境と企業業績とが概ね正の関係にあること、一方で、特に就業環境の悪い企業においては就業環境の悪い企業ほど企業業績が良好である傾向が示された。この結果は、ほとんどの企業においては従業員の就業環境を改善する取り組みが企業業績の向上につながりうること、一方で、就業環境の劣る企業の中にはいわゆる「ブラック企業」と呼ばれるような搾取的な雇用管理を行う企業が存在しており、従業員により劣悪な就業環境を強いることが企業業績の向上につながる可能性のある企業が一定数存在することを示唆するものとなっている。

就業環境と企業業績の関係について、若年離職率という客観性の高い数値を用い、広く日本の企業における傾向を実証的に分析した本稿の試みは、企業の雇用管理や社会政策のあり方といった実務的な問題を考察するうえでも意義のあるものと考えられる。しかし、就業環境と企業業績の関係については今後より多角的な視点から分析することが求められる。第一に、本稿では就業環境の代理変数に若年離職率を用いているが、本文でも述べたとおり賃金水準や女性活用に関する指標など、別の指標を用いることも考えられる。第二に、本分析では被説明変数に企業業績の指標であるROAやROEを用いているが、株式リターンやトービンのqなど、将来情報を織り込む市場ベースの指標を用いることでより長期的な関係を分析できる可能性もある。第三に、本稿では被説明変数の企業業績に対して説明変数の若年離職率は最低6ヶ月のラグを取った数値を用いることで内生性の問題を緩和しているが、就業環境が企業業績に及ぼす影響について因果関係を分析するには不十分である。より長期のデータの利用や操作変数法の活用等により、因果関係の厳密な検証を行うことは今後の重要な課題と言える。就業環境のあり方は社会的にも極めて重要なテーマであり、今後も因果関係を含めさまざまな角度から分析が進められることが期待される。

### 注

- 1) 津崎 (2017) によると、2002年頃からインターネット上で使われるようになった「ブラック企業」という言葉であるが、2009年には朝日新聞に初めて登場し、2013年には同紙上における単語「ブラック企業」の出現数が激増するという。
- 2) 調査結果は、厚生労働省職業安定局雇用開発部雇用開発企画課 (2014) 「働きやすい・働きがいのある職場づくりに関する調査報告書」にまとめられている。
- 3) 今野 (2012) では、ブラック企業のあり方をその動機に基づき、「選別」(大量募集と退職強要)、「使い捨て」(大量募集と消尽)、「無秩序」とに分類しているが、「選別」及び「使い捨て」は、企業が利益を最大化するために行っているとされる。特に労働集約型の企業においては、「『安く・長く』働かせれば働かせるほど、そのまま利益へと結びつく」(今野, 2015, p.144) ことから、一部の企業においては従業員の就業環境について配慮せず、むしろ悪化させることで「選別」、「使い捨て」を行い、企業業績を向上させているとされる。
- 4) 実際にPfeffer (2018) では、低賃金や厳しい就業環境にも進んで耐える労働者が存在することから、企業の中には事業所の開設に際し経済状態の悪い地域を選んで進出するケースもあることが紹介されている。
- 5) なお、日本においてはいわゆる「ブラック企業」と呼ばれる企業の存在が問題となっているが、Takahashi et al. (2018) では、「ブラック企業問題の特徴は、一流大学の卒業生でさえ企業によって搾取されていることである」(同論文, p.54) とされており、その背景としては、新卒一括採用や長期雇用、年功序列といった日本的雇用慣行の制度的特徴が従業員の離職を抑制する役割を果たしている点が指摘されている。

- 6) 「CSR企業総覧」収録データの調査時期は、例えば2020年版の場合、2019年6月～10月とされており、この場合、直近4月在籍者とは2019年4月時点での在籍者を、3年前4月入社者とは2016年4月入社者を指す。
- 7) なお、ROAおよびROEのいずれについても分母と分子に相関関係があることを考慮し、分母は分子の一期前の数値を用いている。D/Eレシオについても同様とする。
- 8) 「CSR企業総覧」2020年版の掲載企業は上場1,549社、未上場44社の計1,593社である。
- 9) 就業環境の代理変数として若年離職率を用いることから、定期的の新卒採用を行っている企業を対象を絞るため、新卒採用者数が0名のデータはサンプルから除いている。
- 10) すでに述べたとおり、若年離職率のデータは2017年4月、2018年4月、2019年4月時点での情報である。したがって、3月決算の企業の場合、サンプルには2017～2019年度の決算情報を用いている。このため、2020年以降の新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響は軽微であると考えられる。
- 11) ただし、若年離職率については0～1の値しか取り得ないため、異常値の処理は行っていない。
- 12) 被説明変数をROAとする場合とROEとする場合とで欠損値の違いやそれに伴う異常値処理によりサンプルの相違が生じるが、両サンプルの記述統計量はほぼ同様の数値である。
- 13) 最新の2018年3月卒業者では大卒者が31.2%、高卒者で36.9%となっている。
- 14) なお、パネルデータを用いた分析では固定効果モデル（within推定）による分析が広く行われているが、本稿では企業数に比して年度数が連続する3年度分と短くなっており、個体内変動が十分に大きくないことが想定されるため採用していない。
- 15) 修正済み決定係数についても線形関係を仮定したモデルよりも曲線関係を仮定したモデルの方がわずかに大きくなっている。このことから、若年離職率と企業業績が単純な線形関係にないことが示唆される。
- 16) サンプルにおいて、若年離職率が臨界点である41.2%を超えているのは112企業・年度で全体の約6.4%となっている。同様に、ROEのサンプルについて、若年離職率が36.5%を超えているのは132企業・年度であり、全体の約7.9%となる。
- 17) なお、コントロール変数については、被説明変数がROAの一部のモデルで従業員数および資産の係数が統計的に有意に予想に反する符号を示している。これは本分析のサンプルが小規模事業者を含んでおらず、一定の企業規模を有している企業間での分析となるため、企業規模の拡大がもたらす収益性向上等の効果が大きくないこと、さらに、企業規模が大きくなるほどROAの分母が大きくなることでその効果が打ち消されるなどした結果であると推測される。

#### 参考文献

- Abelson, M. A., and B. D. Baysinger (1984) "Optimal and Dysfunctional Turnover: Toward an Organizational Level Model," *Academy of Management Review*, Vol.9, No.2, pp.331-341.
- Backhaus, K., and S. Tikoo (2004) "Conceptualizing and researching employer branding," *Career Development International*, Vol.9, No.5, pp.501-517.
- Barney, J. (1991) "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage," *Journal of Management*, Vol.17, No.1, pp.99-120.
- Edmans, A. (2011) "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices," *Journal of Financial Economics*, Vol.101, Issue.3, pp.621-640.
- Edmondson, A. C. (2019) *The fearless organization: creating psychological safety in the workplace for learning, innovation, and growth*, John Wiley & Sons, Inc.
- Evans, J. M., D. C. Lippoldt., and P. Marianna (2001) "Trends in Working Hours in OECD Countries," *OECD Labour Market and Social Policy Occasional Papers*, No. 45, OECD Publishing, Paris
- Friede, G., T. Busch., and A. Bassen (2015) "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol.5, No.4, pp.210-233.
- Hancock, J. I., D. G. Allen., F. A. Bosco., K. R. McDaniel., and C. A. Pierce (2013) "Meta- Analytic Review of Employee Turnover as a Predictor of Firm Performance," *Journal of Management*, Vol.39, No.3, pp.573-603.
- Huselid, M. A. (1995) "The Impact of Human Resource Management Practices on Turnover, Productivity, and Corporate Financial Performance," *Academy of Management Journal*, Vol.38, No.3, pp.635-672.
- Irawan, D., and T. Okimoto (2021) "How Does ESG Performance Affect Firm Value and Overinvestments?," *RIETI Discussion Paper Series* 21-E-033
- Kanai, A. (2009) "'Karoshi (Work to Death)' in Japan," *Journal of Business Ethics*, Vol.84, pp.209-216.
- Nishiyama, K., and J. V. Johnson (1997) "Karoshi-Death from Overwork: Occupational Health Consequences of Japanese Production Management," *International Journal of Health Services*, Vol.27, No.4, pp.625-641.
- Pfeffer, J. (2018) *Dying for a paycheck: How modern management harms employee health and company performance-And what we can do about it*, HarperBusiness.

- Saridakis, G., Y. Lai., and C. L. Cooper (2017) "Exploring the relationship between HRM and firm performance: A meta-analysis of longitudinal studies," *Human Resource Management Review*, Vol.27, Issue.1, pp.87-96.
- Takahashi, M., A. Kimata., N. Teramoto., S. Ito., and T. Nakamura (2018) "Discourse Analysis of Japanese "Black Companies"," *Colombo Business Journal*, Vol.9, Issue.2, pp.53-76.
- Tsoutsoura, M. (2004) "Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *UC Berkeley Working Paper Series*
- Waddock, S. A., and S. B. Graves (1997) "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.4, pp.303-319.
- 石川康・長谷川恭司 (2019) 「日本企業の人材投資効率と株主価値」『証券アナリストジャーナル』第57巻第6号, pp.67-79
- 大浦真衣 (2017) 「CSRへの取り組みと財務パフォーマンスの関係性—上場企業のパネルデータを用いた実証分析—」『ノンプロフィット・レビュー』第17巻第1号, pp.49-62
- 加賀田和弘 (2008) 「CSRと経営戦略—CSRと企業業績に関する実証分析から—」『総合政策研究』第30巻, pp.37-58
- 厚生労働省 (2013) 「平成25年版 労働経済の分析」
- 厚生労働省 (2019a) 「令和元年版 労働経済の分析」
- 厚生労働省 (2019b) 「平成30年若年者雇用実態調査の概況」
- 厚生労働省職業安定局雇用開発部雇用開発企画課 (2014) 「働きやすい・働きがいのある職場づくりに関する調査報告書」
- 小林徹 (2015) 「違法労働の発生要因と従業員の主観的ブラック企業認識——職場の特性やHRMに着目して」『日本労働研究雑誌』No.654, pp.26-44
- 今野晴貴 (2012) 『ブラック企業 日本を食いつぶす妖怪』文藝春秋 (文春新書887)
- 今野晴貴 (2015) 『ブラック企業2「虐待型管理」の真相』文藝春秋 (文春新書1003)
- 島田陽一 (2019) 「労働時間法制改革の到達点と今後の課題」RIETI Discussion Paper Series 19-J-010
- 清水一 (2008) 「働きやすさと企業業績」『高松大学紀要』第50号, pp.21-29
- 首藤恵・増子信・若園智明 (2006) 「企業の社会的責任 (CSR) 活動とパフォーマンス：企業収益とリスク」Waseda University Institute of Finance Working Paper Series WIF-06-002
- 津崎克彦 (2017) 「『ブラック企業』問題とマネジメント」『四天王寺大学紀要』第63号, pp.89-103
- 内閣府政策統括官 (共生社会政策担当) (2018) 「子供・若者の現状と意識に関する調査 (平成29年度) 報告書」
- 西岡由美 (2015) 「人事方針と人事施策の関係が企業成長に及ぼす影響」RIETI Discussion Paper Series 15-J-029
- 細川良 (2020) 「【特集】働き方改革関連法の問題点と課題 労働時間の絶対的上限規制について」『大原社会問題研究所雑誌』735号, pp.4-18
- 山田徹・臼井健人・後藤晋吾 (2017) 「働きやすい会社のパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第55巻第11号, pp.75-86
- 山本勲 (2014a) 「企業における職場環境と女性活用の可能性—企業パネルデータを用いた検証—」RIETI Discussion Paper Series 14-J-017
- 山本勲 (2014b) 「上場企業における女性活用状況と企業業績との関係—企業パネルデータを用いた検証—」RIETI Discussion Paper Series 14-J-016
- 山本勲・黒田祥子 (2016) 「雇用の流動性は企業業績を高めるのか:企業パネルデータを用いた検証」RIETI Discussion Paper Series 16-J-062
- 労働政策研究・研修機構 (2007) 「若年者の離職理由と職場定着に関する調査」JILPT 調査シリーズ, No.36
- 労働政策研究・研修機構 (2017) 「若年者の離職状況と離職後のキャリア形成 (若年者の能力開発と職場への定着に関する調査)」JILPT 調査シリーズ, No.164
- 労働政策研究・研修機構 (2019) 「若年者の離職状況と離職後のキャリア形成 II (第2回若年者の能力開発と職場への定着に関する調査)」JILPT 調査シリーズ, No.191

---

事例研究

---

経営分析研究  
第36巻第1号（通巻36号）  
2023年6月  
pp. 61-71

日本経営分析学会  
日本経済会計学会

# グラフによる売上債権異常発見法その2 —回転期間・勾配の利用法を中心に—

井 端 和 男(公認会計士)

2019年12月18日受付

## 要旨

売上高と売上債権の交点分布から推定される回帰直線の係数と回転期間から回収状況や滞留等の有無などを推定するのだが、両者の関係は、売上高変動パターンによって異なる。

増収継続型では、回帰直線の切片が滞留等の情報を伝える。増収と共に回転期間が上昇した場合は、勾配の回転期間からの乖離状況が回収リスクについての情報を伝える。

季節要因などで四半期毎に増減を繰り返す企業では、回転期間と勾配の差が滞留等に関する情報を伝えるのだが、勾配はデータのばらつきの影響を受けて大きく変動することが多い。勾配の不規則な変動により回転期間との差も変動するので、差が正確に滞留等の情報を伝えるとは限らない。そこで、売上高、売上債権のデータから直接滞留等を推定する計算式を考案したが、この方法にも異常値の処理が困難などの問題がある。各種情報を総合してそれぞれの欠点を補い、滞留等の情報を読み取る方法を提案する。

**Keywords** : 交点分布、勾配、回転期間、T"比率、滞留等

## I. 序説

### 1. はじめに

売上債権は、貸倒れのリスクが高いし、粉飾にも利用されやすいので、財務分析上、特に重要な科目である。

売上債権の分析ツールに回転期間がある。回転期間分析では、回転期間の実績値を過去の実績値や正常値と比べて異常などを探索するので、過去の財務情報が必要だし、調査対象会社の回転期間の正常値を知っておかねばならない。必要な情報が入手できないため、効果を発揮できないことが多いので、他にも効果的な分析法の開発が求められる。

私は拙著「最近の粉飾第6版」にて“統計学利用の粉飾発見法”を取り上げた。また、「経営分析研究」第35号に投稿した「グラフによる売上債権異常発見法」で、四半期データによる売上高と売上債権の交点分布図から売上債権の回収状態などをチェックする分析法を紹介した。今回は、交点の分布から推定される回帰直線の勾配と切片から異常などを読み取る方法を検討する。

### 2. 定義・公式・前提条件等

#### (1) データおよび計算単位

本稿では上場会社を対象にしているので、すべて四半期データにより計算、分析を行い、回転期間も四半期単位で示す。四半期売上高を単に売上高と書き、前四半期、当四半期、翌四半期、四半期末は、前期、当期、翌期、期末などとし、例えば2019年6月に終わる四半期は19/6期と書く。売上債権残高は単に残高、売上債権回転期間も回転期間と書く。貸倒売上債権、滞留売上債権や架空売上債権などをまとめて滞留等と呼ぶ。

#### (2) 残高の構成

回転期間は1四半期(3か月)前後か、それ以下の企業が多いので、通常の企業では、残高の大部分は翌期中には回収され、翌々期にまで持ち越される残高は少額だし、翌々期にも回収されずに残るのは、ごくわずかと推察される。そこで単純化のため、期末残高は翌期及び翌々期回収予定の残高のみで構成されているものとする。翌々期以降も残留する残高がある場合は滞留等扱いとする。

上記の前提に従うと、発生期別では、当期末残高は①当期発生翌期回収残高(B1)、②当期発生翌々期回収残高(B2)、③前期発生翌期回収残高(B3)に分類できる。

翌期になると、B1は回収されてなくなるし、B2はB3に転化する。各期の売上高が同じで、B2の金額を1とするとB3も1である。B1はB2より遥かに多いのが普通なので、通常の企業ではB1はB2の2倍以上が正常と仮定すると、残高合計( $B1+B2+B3$ ) $\geq 4$ が正常であり、前期発生残高(B3)の全残高に占める割合は $1/4=0.25$ 未満が正常となる。

#### (3) 回転期間の計算式

当期発生残高の回転期間をT'、前期発生残高の回転期間をT"、全体の回転期間をTとするとそれぞれの回転期間は、以下の計算式で計算できる。

$$T' = \text{当期発生残高}(B1+B2) \div \text{当期売上高}$$

$$T'' = \text{前期発生残高}(B3) \div \text{前期売上高}$$

$$T = \text{当期末残高}(B1+B2+B3) \div \text{当期売上高}$$

$$\text{期毎売上高が同じなら } T = T' + T''$$

$T''$ の $T$ に占める比率を $T''$ 比率とすると、 $T''$ 比率は次式で計算できる。

$$T'' \text{ 比率} = T'' \div T = B3 \div (B1 + B2 + B3)$$

上記の $B1$ と $B2$ の構成についての仮定に従うと $T''$ 比率は0.25未満が正常であり、0.25以上の場合は滞留等の存在が疑われる。そこで、0.25を $T''$ 比率評価の基準値とする。

$B1$ は $B2$ より遥かに大きいのが普通なので、より厳しい基準が望まれる場合には、 $B1 \geq 3$ として、基準値には $T''$ 比率 $< 1/5 = 0.2$ を利用する。

業界の慣習などで回収期間が長い場合、滞留等がない正常状態でも $T''$ 比率が上記基準値を超える企業もあるが、期毎の売上高が同じ場合には $T''$ が $T'$ を超えることはない。

## II. グラフによる売上債権回収状況の分析

### 1. 回帰推定式の勾配・切片の利用

$n$ 期売上高( $S_n$ )を横軸に、 $n$ 期末残高( $B_n$ )を縦軸にとり、両者交点分布グラフの回帰推定式 $B_n = AS_n + C$ の勾配 $A$ と切片 $C$ から回収状況などを推定する分析法を検討する。

勾配は、売上高変動パターンにより違うので、売上高変動パターンごとに検討する。

### 2. 増収(減収)継続型企業

#### (1) 回転期間に変化がない場合

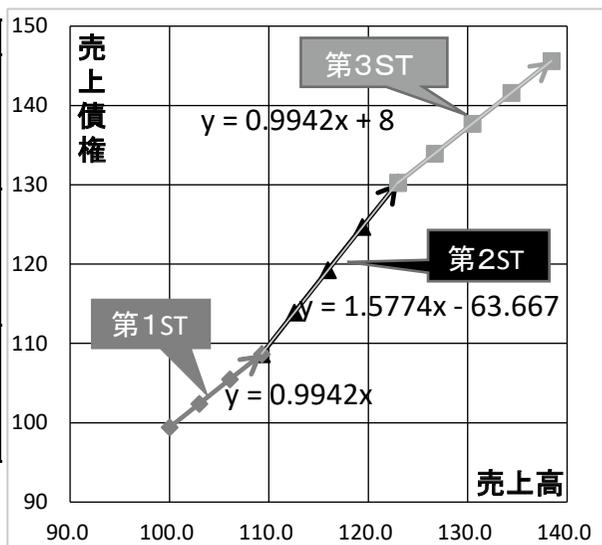
増収継続企業では回転期間は $T''$ が前期の売上高の影響を受けるので、増収継続期には回転期間は安定期に比べ短くなるし、減収継続期には逆になる。期毎の成長率を $\alpha$ とすると、回転期間 $T$ は $T = \{\text{当期発生残高}(B1+B2) + \text{前期発生残高}[B3/(1+\alpha)]\} / \text{当期売上高}$ になる。

図表1は、第1期から第12期までを4期間毎に3つのステージに分けて、 $T' = 0.8$ 、 $T'' = 0.2$ 、 $\alpha = 0.03 / \text{期}$ で一定とし、スタート期の売上高を100とした場合の売上高・残高の交点分布グラフである。以下においてステージはSTと略記する。

第1 STにおける交点分布グラフによる回帰直線の勾配は0.994であり、 $T$ の計算値 $T = (80 + 20 / 1.03) / 100 = 0.994$ と一致する。

図表1 増収継続型

ST	四半期	売上高	売上債権	回転期間
◆	01/6	100.0	99.4	0.994
第1ST	9	103.0	102.4	0.994
	12	106.1	105.5	0.994
ST	02/3	109.3	108.6	0.994
▲	6	112.6	113.9	1.012
第2ST	9	115.9	119.3	1.029
	12	119.4	124.7	1.044
ST	03/3	123.0	130.3	1.059
■	6	126.7	133.9	1.057
第3ST	9	130.5	137.7	1.055
	12	134.4	141.6	1.054
ST	04/3	138.4	145.6	1.052



(2) 回転期間が上昇した場合

売上高がn期からn+i期までの間に成長率 $\alpha$ (期間中売上増加高÷n期売上高)で増加し、回転期間が $\beta$ 上昇したとすると、勾配Aは、 $A=T_n+\beta+\beta/\alpha$ となる。

第2STには、 $T'=0.8$ 、 $T''=0.2$ 、 $\alpha=0.03$ /期に変わりがないが、毎期2ずつ滞留等が発生したとする。回転期間は0.065上昇して1.059に、勾配は0.583上昇して1.577になる。売上増加率 $\alpha$ は $1.03^4-1 \div 0.1255$ であり、上式に従うと $A=T_n(0.994)+\beta(0.065)+\beta(0.065)/\alpha(0.1255)=1.577$ で、グラフの勾配と一致する。

第3STには、滞留等の発生が止まったが、滞留等8はそのまま残留しているとすると、勾配は第1STの0.994に戻るが、切片が8のプラスになる。切片の8は前STから引き継いだ滞留等の残高を示すものである。滞留等は、発生STでは勾配の上昇となって表れるが、発生が止まったSTでは、その累積値が切片に表れる。回転期間に変動がない場合には、切片が滞留等の情報を伝える指標になる。

回転期間が上昇した場合には、勾配と回転期間の乖離幅に注目する。勾配が $\beta/\alpha$ だけ回転期間より高くなるのだが、増収幅が大きいと回転期間が多少上昇しても両者間の乖離幅はそれほど広がらないし、増収幅が僅かなのに回転期間が上昇した場合には乖離幅が大きくなる。回転期間の上昇はリスク増を意味するので、乖離幅が大きいのは、成長の副作用のリスク増がメリットを上回ることを示す可能性がある。

3. 四半期毎増減型

(1) 勾配、回転期間の計算式

四半期ごとに売上高の増減を繰り返すタイプを「四半期毎増減型」と名付ける。毎期の増減幅が同じで且つ $T'$ 、 $T''$ も一定の規則的なモデルでは、回転期間 $T'$ 、 $T''$ は、 $T''=(T-A)/2$ 、 $T'=T-T''$ で求められる。この $T''$ 計算値を $T''\textcircled{O}$ 計算値とする。

注)  $A=\{(S_n T'+S_{n-1} T'')-(S_{n-1} T'+S_{n-2} T'')\}/(S_n-S_{n-1})=\{(S_n-S_{n-1}) T'+(S_{n-1}-S_{n-2}) T''\}/(S_n-S_{n-1})$

規則的モデルでは $S_{n-2} = S_n$ なので、 $A = \{(S_n - S_{n-1})T' - (S_{n-1} - S_{n-2})T''\} / (S_n - S_{n-1}) = T' - T''$   
 $\rightarrow T'' = T' - A = T' + (T'' - T') - A = T - T'' - A \rightarrow 2T'' = T - A \rightarrow T'' = (T - A) / 2$

(2)  $T''$  ②、③、④計算値

$T''$ ①計算式は規則的に変動するモデルに対する理論上の算式である。一般の企業では、増減幅のばらつきなどにより勾配は変動するので、 $T''$ ①計算値が実態とかけ離れた数値になる可能性がある。そこで、売上高、残高のデータから推定する $T''$ ②、③、④計算値をも利用することにする。

$T''$ ②計算式は下記の通りである。 $T_n$ は $n$ 期における回転期間である。

$$T_n = B_n / S_n \div (S_n T' + S_{n-1} T'') / S_n$$

$$T_{n-1} = B_{n-1} / S_{n-1} \div (S_{n-1} T' + S_{n-2} T'') / S_{n-1}$$

$$T_n - T_{n-1} \div (S_n T' + S_{n-1} T'') / S_n - (S_{n-1} T' + S_{n-2} T'') / S_{n-1} = T''(S_{n-1}^2 - S_n S_{n-2}) / S_n S_{n-1}$$

$S_n S_{n-1} / (S_{n-1}^2 - S_n S_{n-2})$ をS係数と名付けると、

$$T_n'' \div (T_n - T_{n-1}) \times S \text{係数}$$

上式により全期間の $T_n''$ を計算し、その平均値を $T''$ ②計算値とする。 $T''$ ②計算値は、直近3期の売上高と残高により決まるので、過去からの滞留等を含まない $T''$ の推定値になる。

上の $T_n''$ の計算式では、S係数の分母が引き算なので、著しく小さな数値になったり、ゼロになることもある。分母がゼロではS係数は計算が出来ないし、著しく小さな数だとS係数が著しく大きな数値になる結果、 $T_n - T_{n-1}$ の僅かなばらつきが増幅されて異常値になることが多い。四半期毎増減の順序に従わない期には、S係数の分母が小さくなって計算値が異常値になる危険性が高い。

$T''$ ②計算値は異常値になることが多いし、四半期増減型以外の変動型企業への適用には無理があるので、全てのパターンの企業に利用できる計算式として $T''$ ③計算式を考案した。

$T''$ ③計算式は、 $T'$ を一定の数値に固定して、 $T_n'' = (B_n - S_n T') / S_{n-1}$ により各期の $T_n''$ を算定し、全期間の計算値の平均値を各 $T'$ についての $T''$ 計算値とする。想定しうる $T'$ について $T''$ を算定して、各種の $T''$ 計算値の中で標準偏差が最小のものを $T''$ ③計算値に選定する。

$T''$ ④計算値は、 $T''$ を一定値に固定して、 $T_n'' = (B_n - S_{n-1} T'') / S_n$ により $T_n''$ を推定し、 $T''$ ③計算値と同じ要領で最適値を選定する。

$T''$ ③及び④計算法については、これまでの実験は、正常と思われるSTにおいては、③と④の計算値が近い数値になる事から、分析に利用できると思われる。ただし、本稿では紙幅の都合で $T''$ ④計算値の検討は省略する。

図表2は次章で取り上げる東芝の第2STにおける $T''$ ②、③の計算例である。

表の左半分は $T''$ ②の計算表であり、 $T''$ ②計算値は0.303である。このSTでは、次章のケーススタディで詳述するように第3四半期における交点が異常な動きをしているので、第3四半期周辺の $T''$ ②は異常な数値になっている可能性がある。四半期ごとの増減パターンが乱れる場合とともに注意が必要である。

図表2の右半分は $T''$ ③の計算表である。 $T'$ を0.5、0.6、0.7に設定して、それぞれについて $T''$ の平均値と標準偏差を計算する。 $T'$ が0.6近辺に標準偏差が最小になる $T'$ が存在すると見当をつけて、この近辺を探索すると、0.58が最適値になると推定できるので、 $T' = 0.58$ における $T''$ の0.246を $T''$ ③計算値に選ぶ。

T''④も、計算式を変えて同じ要領で計算する。最適のT''計算値がマイナスの場合は、T''計算値をゼロにする。

図表2 T''②及びT''③計算表（東芝第2 STの例）

金額単位：10億円

四半期	売上高	売上債権	回転期間	増減	S計数	T''②	T''③推定計算						
							T'=0.5	T'=0.6	T'=0.7	T'=0.57	T'=0.58	T'=0.59	
9	1,586	1,007	0.635										
12	1,441	1,021	0.709	0.074									
12/3	1,747	1,308	0.749	0.040	-3.626	-0.146	0.302	0.180	0.059	0.217	0.205	0.192	
6	1,269	1,061	0.836	0.087	1.812	0.158	0.244	0.171	0.099	0.193	0.186	0.179	
9	1,417	1,043	0.736	-0.100	-2.078	0.208	0.264	0.152	0.040	0.185	0.174	0.163	
12	1,357	1,187	0.875	0.139	6.727	0.933	0.359	0.263	0.167	0.292	0.282	0.273	
13/3	1,758	1,372	0.780	-0.094	-3.672	0.346	0.363	0.234	0.104	0.273	0.260	0.247	
6	1,391	1,206	0.867	0.087	2.033	0.176	0.290	0.211	0.132	0.235	0.227	0.219	
9	1,649	1,246	0.756	-0.111	-2.379	0.265	0.303	0.184	0.066	0.220	0.208	0.196	
12	1,550	1,339	0.864	0.108	4.539	0.491	0.342	0.248	0.154	0.276	0.267	0.257	
14/3	1,914	1,506	0.787	-0.077	-3.936	0.303	0.354	0.231	0.107	0.268	0.255	0.243	
6	1,408	1,325	0.941	0.154	1.820	0.281	0.324	0.251	0.177	0.273	0.266	0.258	
9	1,700	1,412	0.831	-0.110	-1.883	0.208	0.399	0.278	0.158	0.315	0.303	0.290	
12	1,608	1,486	0.924	0.094	4.367	0.409	0.401	0.307	0.212	0.335	0.326	0.316	
平均値	1,564	1,291	0.829	0.018	0.310	0.303	0.329	0.226	0.123	0.257	0.246	0.236	
標準偏差							0.0478	0.0450	0.0504	0.04496	0.04488	0.04489	

#### 4. 四半期毎増増減減型

四半期毎に増増減減を繰り返す型を、四半期毎増増減減型と呼ぶ。四半期毎の増減幅及びT'、T''が一定の規則的モデルでは、勾配Aは成長継続型(A=T'+T'')と、四半期毎増減型(A=T'-T'')との合成なので、勾配は両者平均のA=(T'+T'')+(T'-T'')/2となり、T'=A、T''=T-Aになる。

増増増減、又は減減減増型も成長継続型と四半期毎増減型の合成だが、前者では減、後者では増の期の変動幅が大きくなるので、上記公式からの逸脱が大きくなる恐れがある。その他の変動パターンの企業については規則性が少なく、ケースバイケースで分析する必要があるため、ここでは取り扱わない。

四半期毎増減型などを含めて変動循環型と呼ぶことにすると、変動循環型では、勾配の低下が回収の長期化か滞留等の発生や累増を示す。

### Ⅲ. ケーススタディ

#### 1. 増収継続型 —江守グループホールディングス(株)の例

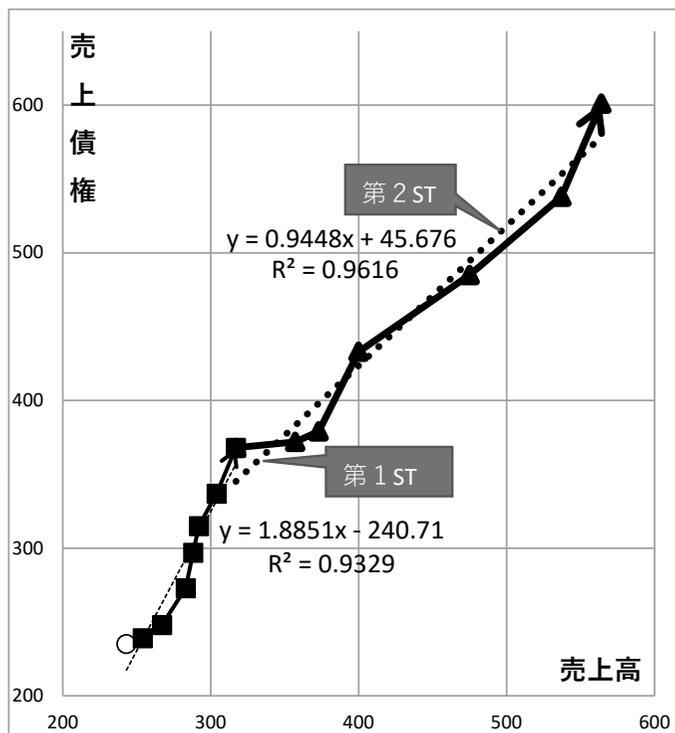
15年4月30日に東京地裁に民事再生手続開始の申立を行った東証1部上場の化学薬品、染料及び塗料等販売会社、江守グループホールディングス(株)（以下江守という）を取上げる。

図表3は、10/9期から13/12期までの売上高・残高推移表と交点分布のグラフである。10/12期～12/6期の第1 STと、12/9期～13/12期の第2 STに2分割してある。

江守では中国での売上を中心に長期間にわたって増収を続けたが、中国子会社での無理な拡販が破綻して売上債権の多くが回収不能になった。14/12期に462億円の貸倒引当金繰入損を計上して、234億円

図表3 江守グループHD 金額単位：億円

	四半期	売上高	売上債	回転期間
	10/9	243	235	0.967
■ 第1 ST	12	254	239	0.941
	11/3	267	248	0.929
	6	283	273	0.965
	9	288	297	1.031
	12	292	315	1.079
	12/3	304	337	1.109
▲ 第2 ST	6	317	368	1.161
	9	357	372	1.042
	12	373	379	1.016
	13/3	400	433	1.083
	6	475	485	1.021
	9	537	538	1.002
ST	12	564	601	1.066



の債務超過に陥り、15年4月の倒産となった。

図表3によると、第1 STには増収が続いて売上高が30.5%増えた。回転期間は前STの0.967から1.161に、0.194上昇している。第1 ST末における回転期間は1.161なのに、回帰直線の勾配は1.885であり、両者間に大差がある。勾配の計算値は、 $A=T(0.967)+\beta(0.194)+\beta(0.194)/\alpha(0.305)=1.797$ であり、グラフによる勾配に近い数値になる。第1 STには、増収の代償として回転期間が伸びており、無理な拡張によるリスク増加を警戒する必要がある。

第2 STも成長が続いており、77.9%の増収になったが、回転期間は1.0台で安定している。グラフの勾配は0.945であり、回転期間よりやや低い。第1 STに回収が長期化したのが、第2 STには安定して、長期化したなりに回収は順調に行われていることが推察される。第1 STの拡張努力により第2 STには順調に売上げが伸びたように見えるのだが、中国の子会社の不正操作に支えられた無理な拡張であった。

江守のケースでは、第1 STに回転期間が1か月程度上昇した以外には異常が見つからないが、長期にわたって極めて高い成長率が続いていることが異常であり、それも外国での取引の拡大が中心であることから、業績好調時から警戒を怠らないことが肝心である。

## 2. 四半期毎増減型 一東芝(株)の例

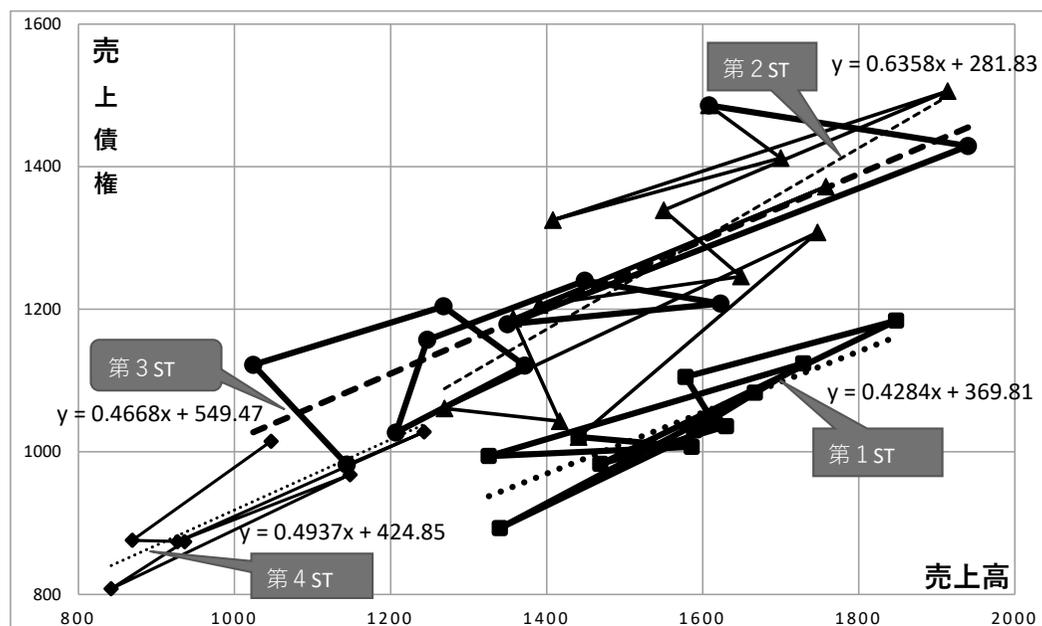
四半期毎増減型の例として東芝(株)を取り上げる。東芝では第1四半期に売上高が減少、第2四半期に増加、第3四半期に減少、第4四半期に増加していて、四半期ごとに減・増・減・増変動を繰り返すパターンに分類できる。

東芝では2015年4月3日に、不適切会計処理が行われていたことを公表、同年9月7日には第三者委員会の調査報告書に基づき過年度の財務諸表などを訂正したのだが、売上債権については、大きな訂正は行われていない。

図表4は、東芝の9/6期から19/3期までを4 STに分割して作成した不適切会計処理訂正前データによる交点分布のグラフと、回転期間・各種T計算値総括表である。売上高・残高データ表及び各種T<sup>〇</sup>計算表は紙幅の都合で掲載を割愛する。また、売上債権についての不適切会計訂正額は僅かなので、訂正後のデータによる分析は行っていない。

図表4 株式会社 東芝

図表4(1) STごと売上高・売上債権交点分布グラフ



図表4(2) 回転期間・各種T値総括表

金額単位：10億円

ST	四半期	売上高	売上債権	T	A	T <sup>〇</sup>	T <sup>〇</sup> 比率	T <sup>②</sup>	T <sup>②</sup> 比率	T <sup>③</sup>	T <sup>③</sup> 比率
第1 ■	9/6~11/12	1,558	1,038	0.666	0.428	0.119	0.179	0.162	0.243	0.154	0.231
第2 ▲	12/3~14/12	1,564	1,291	0.825	0.636	0.095	0.115	0.303	0.367	0.246	0.298
第3 ●	15/3~17/6	1,362	1,167	0.857	0.467	0.195	0.227	0.647	0.755	0.421	0.492
第4 ◆	17/9~19/3	1,002	920	0.919	0.494	0.212	0.231	0.009	0.010	0.122	0.133

注1：点直線はST毎の回帰直線である。

注2：売上高及び売上債権はST毎の平均値である。

9/6期から11/12期までの第1 STでは、各期の交点が回帰直線の周辺に近接して比較的規則正しく増減変動を繰り返している、正常に見える。

12/3期から14/12期までの第2 STには、毎年度第3 四半期に売上高が減少するのに残高が増えるので、左肩上がりになっている。正常なケースでも、売上高が増加から減少に移る四半期には、前の四半期の売上高が多いために、前四半期からの繰越残高B3も、売上高が多い分だけ多くなるので、左肩上がりになる事があるが、年間の循環を通して正常に戻る。東芝の第2 STでは第3 四半期に上昇したまま次の循環に移るので、第3 四半期毎に交点グラフが上方に移動していて、年度毎に回収が長期化したか、滞留等の発生したことが推察される。

改善期の第3 STを経て第4 STには売上高が大幅に減少して縮小均衡状態になった。回帰直線の位置は第2 STより低いが、第1 STより上にあり、回転期間は高止まりしている。

回転期間・各種T計算値総括表によると、T<sup>①</sup>におけるT<sup>①</sup>比率は第1 STが0.179、第2 STが0.115の低率だが、東芝では、四半期ごとの変動幅や回転期間がかなり大幅に変動するので、T<sup>①</sup>計算値及びそのT<sup>①</sup>比率の信頼性は必ずしも高くない。

東芝は四半期毎増減型だが、第2 STには不規則な変動が多い。このSTの勾配は4つのSTの中で最高なので、T<sup>①</sup>計算値は低いのだが、勾配の推定値に問題がある。第2 STにおいては毎年度第3 四半期の交点が顕著に左肩上がりになり、そのまま高止まりする傾向があるので、STを通しての勾配は実態より高く推定され、その結果T<sup>①</sup>は低く算定されている。

第2 STにおいては、第1 ST最後の四半期の11/12期の回転期間0.709から14/12期には0.924に達している。第2 STの勾配も4 ST中最大であり、T<sup>②</sup>、T<sup>③</sup>も上昇していることから、回収期間が長期化しているか、滞留債権などの発生が疑われる。不適切会計処理が影響している可能性もある。

第3 STに、T<sup>②</sup>、T<sup>③</sup>が大きく上昇しているが、このSTでは、16/3期と17/3期は、本来は売上高増加期なのに、逆に減少しているために、T<sup>②</sup>が異常値になっている可能性がある。

第4 STには、平均売上高が第3 STより26.4%減少し、回転期間が上昇して最高値に達しているのに、T<sup>③</sup>におけるT<sup>③</sup>比率は大幅に低下して、0.2の基準内に収まっている。このような現象は、回収期間が極めて短くて期末までに大部分が回収される売上高が減少して、滞留等が殆ど変動しない場合などに起こる。東芝では、大型物件などで長期残高が発生するので、不良債権ではない滞留等が相当額存在する可能性がある。

第4 STにおける回転期間の上昇は、回収期間の長期化よりは、バイセル取引などの不適切な売上計上を取り止めたことによることが考えられる。

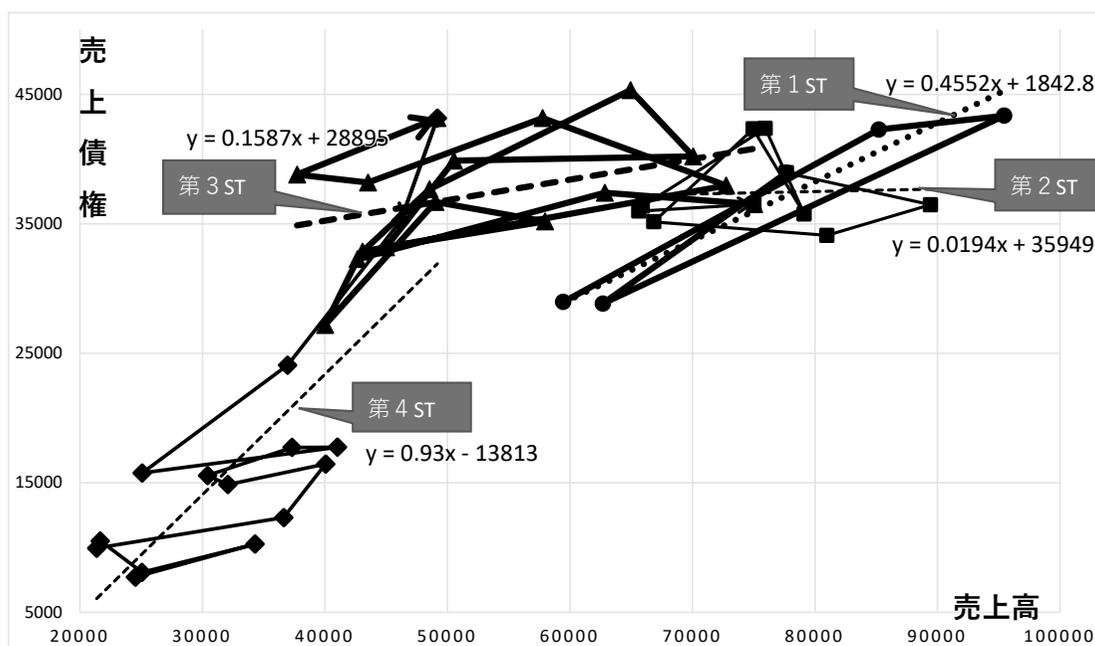
### 3. 四半期毎増増減減型 ―船井電機株の例

東証1部上場で映像機器や情報機器などの製造販売業、船井電機株式会社では、16年8月4日に、米国及びメキシコの子会社で運送費、販売協力金などの計上に不正が行われていたことを発表し、16/3期までの有価証券報告書と四半期報告書について、2012年3月期から2016年3月期までの有価証券報告書と、2013年3月期第2 四半期から2016年3月期第3 四半期までの四半期報告書の訂正を行った。

図表5は、船井電機の8/6期から19/3期までの不適切会計処理訂正前データによる交点分布グラフと

図表5 船井電機株式会社

図表5(1) 四半期ごと売上高・売上債権交点分布グラフ



図表5(2) 回転期間・各種T値総括表

金額単位：百万円

ST	四半期	売上高	売上債権	T	A	T"①	T"比率	T"②	T"比率	T"③	T"比率
第1 ●	8/9~9/6	80,249	38,356	0.478	0.455	0.023	0.048	0.000	0.000	0.000	0.000
第2 ■	9/9~11/9	74,867	37,231	0.497	0.019	0.478	0.961	0.000	0.000	0.187	0.376
第3 ▲	11/12~15/9	52,221	37,452	0.717	0.159	0.558	0.778	0.044	0.061	0.326	0.455
第4 ◆	15/12~19/3	32,333	15,453	0.478	0.930	0.000	0.000	0.000	0.000	0.183	0.383

注1：点直線はST毎の回帰直線である。

注2：売上高及び売上債権はST毎の平均値である。

回転期間・各種T計算値総括表であり、全期間を4 STに分割してある。

8/6期から9/6期までの第1 STには、交点は右肩上がりの回帰直線に近接して分布している。交点は回帰直線に近接して長く分布しているし、回転期間が極めて短いことなどから、売上高の大部分は短期間に回収され、正常に回転していることが推察できる。

第2 STには、交点グラフは、勾配はゼロに近い水平状であり、10/6期と10/12期に残高が420億円台に上昇したが、他の四半期は、売上高の大小とは殆ど関係なく、残高は350億円前後で水平状に並ぶ異常な形の分布になっている。第2 STには回収が不規則になり、交点の分布が異常になったと考えられる。リーマンショック後の世界不況の影響で、取引形態や回収条件などに変化のあったことが推察される。

11/12期からの第3 STには、勾配はやや上昇したが、交点分布は、第2 STと似た異常な分布になっている上に、大きく左方に、水平に近い状態で移行していて、減収と共に一層の回収長期化が進んだことが伺える。米国の連結子会社において販売協力金の売掛金からの引き落としが適時に行われていなかった不適切会計処理が影響している可能性もある。

第4 STは改善期であり、交点グラフは左下方に急降下している。第2、3 STにおいて累積した滞留債権などの正常化が急速に行われ、19/3期までには残高はほぼ正常化したことが推察できる。

次に各種T"計算値の分析に移る。当社は年度毎増増減減型に属するが、不規則な変動の期が多く、T"①及び②計算値の信頼性に不安があるので、T"③計算値により分析する。

第1 STは、データ数が少ないので、各種計算値の信頼性に疑問があるが、回転期間が0.478と短い上に、T"③計算値がゼロであることから、売上高の大半は期中に回収されるため、期末残高になるのは、各四半期売上高の半分以下であること、期末残高は翌期中に回収されるB1債権が大部分であることが推察される。

第2 STには、交点グラフが水平状に分布していて、その勾配はゼロに近い0.019である。T"は0.478、T"比率は0.961の異常な高率になっている。第3 STにおいても同様の現象が見られ、交点グラフはほぼ水平状に長く分布していて、その勾配は0.159の低い数値であり、T"比率は0.778の高率である。第2、3 STには、売上高、残高ともに異常な変動をしているので、規則的モデルによる計算式を適用するのに無理があり、各種のT"の計算値の信頼性が低いと考えられる。このような異常な分布は、あらかじめ設定された回収条件に基づいて回収するのではなく、得意先ごとに一定の与信限度額を決めておいて、残高が限度を超えないように回収をする場合などに起こる。第2、3 STについては、計数分析による原因調査などには限界があると考えられる。

#### IV. 今後の課題

本稿で紹介した回転期間の分割やその計算値などについて、これまでの実験結果では、おおよその整合性と実用性が認められる。実態と食い違う場合でも、異常値の分析や、環境状況や実験対象会社の特殊事情などを考慮すると、食い違いの原因が解明できることが多いのだが、今後、ケーススタディを重ねて信頼度と効用を更に確認する必要がある。

今後の課題として

- ① ケーススタディを数多く実施して、T'・T"分析法の効果を確かめる。
  - ② 各種の売上高増減型について、不規則な変動をする場合の勾配等の推定法の開発
  - ③ T"計算値推定における適切な異常値除去法を開発して異常値判定のルールを設定する。
  - ④ T'、T"計算における滞留等の分別法を開発する
- などを取り上げたい。

以上

#### 参考文献

- 井端和男 (2015) 『最近の粉飾第6版』 税務経理協会  
井端和男 (2019) 『経営分析研究第35号』 日本経営分析学会



---

事例研究

---

経営分析研究  
第36巻第1号（通巻36号）  
2023年6月  
pp. 73-84

日本経営分析学会  
日本経済会計学会

# 純粋持株会社採用の事例研究： ビール会社のケース

大坪 稔 (九州大学)

2020年1月20日受付

## Abstract

純粋持株会社を採用したビール会社3社を対象として、①どのような状況のもとで純粋持株会社を採用し、②採用前後において事業内容および収益性をどのように変化させたのか、③株式市場は採用をどのように評価したのか、について分析を行った。①については、非ビール事業の拡大過程、すなわち多角化を進めるなかで純粋持株会社の採用が行われた点で3社共通していた一方、どのような多角化がどの程度進められていたのかという点で相違がみられた。②については、キリンは収益性の高い分野へ多角化を積極的に進めていた点で他の2社とは異なっていた。③はキリンの純粋持株会社採用についてのみ株式市場はプラスに評価しており、純粋持株会社採用企業によって評価が異なることが明らかとなった。これらの結果は、どのような状態にある企業が純粋持株会社を採用し、その後どのような事業展開を行うのか、が重要であることを示唆している。

**Keywords** : 純粋持株会社、事業再編、多角化、M&A

【謝辞】 本研究は、JSPS 科研費（課題番号：JP19K01915）および村田学術振興財団の2019年度研究助成の助成を受けている。

---

Corresponding Author: Minoru Otsubo, Kyushu University, Faculty of Economics

大坪 稔 九州大学 大学院経済学研究院 〒819-0395 福岡市西区元岡744

E-mail otsubo@econ.kyushu-u.ac.jp

©2020 The Japanese Society for Business Analysis and The Japanese Association for Research in Disclosure  
All rights reserved.

## はじめに

純粹持株会社とは、自らは直接事業活動を行わず、他企業の株式を所有し、その企業の支配を行っている会社のことを意味する。したがって、純粹持株会社は株式所有を通じて他企業の支配を行っている会社、すなわち子会社を通じて間接的に事業活動を行っている会社といえる。日本では、1997年に独占禁止法第9条の改正により純粹持株会社が利用できるようになり、採用する企業が増加しつつある。親会社が純粹持株会社となる場合、親会社と子会社から構成される企業グループの頂点が純粹持株会社となる場合が多い。この企業グループを一組織と考えた場合、親会社が純粹持株会社となることは新たな組織形態を採用することを意味する。

ここでは、親会社と子会社から構成される企業グループにおいて、一部の日本企業がなぜ親会社を純粹持株会社とする組織再編を行っているのか、この組織再編はどのような状況のもとで実施され、当該企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのか、についてビール業界に属するサッポロホールディングス（以下、アサヒとよぶ）、キリンホールディングス（以下、キリンとよぶ）、アサヒグループホールディングス（以下、アサヒとよぶ）の3社についてみる。

## I. 純粹持株会社の採用動向と機能

### 1. 純粹持株会社の採用動向

わが国において純粹持株会社の利用が可能となった1997年以降、親会社を純粹持株会社とするケースが増加してきた。純粹持株会社の利用形態として、複数の親会社が共同で純粹持株会社を設立し、その傘下企業となる経営統合型と親会社が分社化などを通じて純粹持株会社となる組織再編型が存在する。谷尾・佐野（2013）によれば2012年末において純粹持株会社を採用した日本企業は327社あり、その7割が組織再編型に属する。また、大坪（2019）でも2014年までに組織再編型の純粹持株会社を採用した日本企業は271社であり、増加傾向にある。ビール会社3社による純粹持株会社の利用はいずれも組織再編型に属しており、なぜ日本企業が組織再編型の純粹持株会社を利用しつつあるのかを分析するうえでこれら3社の事例研究は有用であると考えられる。

### 2. 純粹持株会社の機能

これまで、純粹持株会社にはどのようなメリットがあるのかについて様々な主張がなされてきた。大坪（2019）によれば、組織再編型のメリットとして、これまで「効率的資源（資金）配分<sup>1)</sup>」や「容易なM&A<sup>2)</sup>」、「容易な事業の売却・廃止<sup>3)</sup>」などが指摘されており、その多くが事業再編と関連がある。これまで主張されてきた純粹持株会社のメリットの多くが事業再編と関連しており、日本企業がこれらのメリットを企図して純粹持株会社を採用しているのであれば、採用前後においてなんらかの事業再編が生じると考えられる。いいかえれば、事業再編の必要性の低い企業、すなわち現在の事業部門の規模や割合を維持する企業はこれらのメリットを必要とせず、このような企業が純粹持株会社を採用

した場合にはメリットを享受できない一方で、デメリット<sup>4)</sup>により純粋持株会社の採用は企業経営上マイナスの効果をもたらす可能性がある。

## II. 各社の状況

周知のように、日本の主要なビール会社はアサヒ、キリン、サッポロ、サントリーホールディングス（以下、サントリーとよぶ）の4社であり、これらの企業すべてが現在、親会社を純粋持株会社とする組織再編を行っている。ここでは、非上場企業であるサントリー以外の3社における純粋持株会社採用の事例についてみてみる。

### 1. サッポロ

サッポロは、1886年に設立されたのち、一時はアサヒと合併して大日本麦酒となるものの、第二次世界大戦後は分離し、名称をサッポロビールへ変更している。その後、不動産事業、清涼飲料品事業などビール以外の事業へ進出する過程で、2003年に親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施している。純粋持株会社の採用以降は、清涼飲料事業に従事していたポッカコーポレーションの株式取得による子会社化、さらには同社とサッポロの完全子会社であったサッポロ飲料を合併させるなどの組織再編を行っている。

### 2. キリン

キリンは1907年に設立されたのち、早い段階から清涼飲料品事業、医薬品事業などに進出する。2001年には事業持株会社やカンパニー制の採用を公表しつつ、関係会社の完全子会社化を積極的に進める過程で、2007年に親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施している。再編の年、同社は協和発酵工業（以下、協和発酵とよぶ）と資本提携を行い、20%超の株式を取得する。その翌年、協和発酵はキリンの完全子会社であったキリンファーマと株式交換を行い、その後にキリンファーマを吸収合併した。この株式交換により、キリンの協和発酵に対する持株比率が50%超となり、協和発酵はキリンの子会社となると同時に名称を協和発酵工業から協和発酵キリンとした。その後は、キリンの上場子会社として現在に至っている。

### 3. アサヒ

最後に、アサヒは1889年に設立されたのち、前述のように一時はサッポロと合併していた時期があったものの、戦後は分離する。同社は早い段階からエビオス錠の製造・販売に乗り出したり、清涼飲料水事業に進出したりするなど、ビール事業以外の事業へ積極的に進出している。このような状況のなか、2011年にアサヒは親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施している。その後は、カルピスやなだ万の株式取得による子会社化や食品事業に属する子会社の再編、さらにはSABMillerの資産取得による海外でのビール事業の拡大を行っている。

これら3社の共通点は、早い段階からビール以外の事業、特に清涼飲料水事業へ進出している点であり、相違点としては清涼飲料水事業以外の多角化については異なっていることである。具体的には、サッポロが不動産事業、キリンは医薬品事業、アサヒは食料品事業と医薬品事業へとそれぞれ進出している。

### Ⅲ. 採用時の動機と変化

#### 1. 採用時の動機

純粋持株会社の採用時に各社が公表した採用の動機と採用方法についてみてみる。採用方法や動機は、各社がなぜ純粋持株会社を採用したのかを考察する上で重要な情報となると考えられる。表1は、各社の純粋持株会社の採用方法と採用時に公表された動機を示している。いずれも会社分割制度を利用して純粋持株会社となっており、親会社がこれまで行っていた事業部門を分社化することで自らは純粋持株会社となっている。また、純粋持株会社採用時に企業側が公表した動機については、おおむね多角化を進める、いかえれば非ビール事業を積極的に拡大するために純粋持株会社を採用している。たとえば、サッポロでは酒類事業、飲料事業、不動産事業、外食事業の4つの事業会社を中核として事業展開を行う新しい組織体制を構築するために純粋持株会社を採用している。これは、今まで主として親会社が行ってきた酒類事業から他の3つの事業へシフトしていくことを示唆している。このように、これら3社では純粋持株会社の採用と同時に非ビール事業の拡大を計画しており、多角化を進める過程で純粋持株会社が採用されている。

表1 純粋持株会社の採用方法と採用時の動機

	採用方法	動機
サッポロ	会社分割により酒類事業をサッポロへ移転し、残りの事業を既存の子会社へ	4つ（酒類事業、飲料事業、不動産事業、外食事業）の『事業会社』を中核として事業展開を行う新しい組織体制に再編成
キリン	会社分割により酒類事業、医薬品事業、間接業務事業をそれぞれキリンビール、キリンファーマ、キリンビジネスエキスパートへ移転	成長分野への大胆な資源配分、グループ内のシナジー拡大、各事業の自主性・機動性の向上などの実現を目指し、純粋持株会社へ
アサヒ	会社分割により酒類事業をアサヒビールへ移転	グループ内で酒類事業以外の飲料・食品・国際事業の基盤が整ってきたことを踏まえ、変化する事業環境を先取りし、より一層、国内外の事業ネットワークを拡大するため

出所) 各企業のホームページより、著者作成。

#### 2. 採用前後の変化

純粋持株会社の採用により、各社の親会社を頂点とする企業グループはどのように変化したのであるうか。表2は純粋持株会社採用前後の3社の変化を示している。総資産連単倍率に着目した場合、サッポロは-3期から-1期までは1前後であるのに対し、キリンとアサヒは1.2前後であることがわかる。これは、純粋持株会社の採用前においてサッポロがおおむね親会社が事業の大部分を担っていたのに対し、キリンとアサヒでは子会社が担う事業の割合が相対的に高かったことを示している。ただし、キリンとアサヒにおいても総資産連単倍率は1.2前後であり、サッポロほどではないにしても親会社の担う

事業の割合が相対的に高かったことがわかる。一方、純粋持株会社の採用により、親会社は直接事業活動に従事しなくなるため、総資産連単倍率は上昇する。その結果、すべての企業において+1期以降は総資産連単倍率が上昇している。純粋持株会社の採用以降は子会社が事業を担うことをより直接的に示しているのが従業員連単倍率と単独投資他比率である。親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施した結果、親会社の従業員数が激減し、同時に子会社の従業員数が急増する。その結果、従業員連単倍率が急増することになる。3社すべてにおいて-1期から+1期にかけて同比率が急激に上昇しているのはこのためである。また、組織再編の結果、親会社の主要な資産は子会社の株式となるため、投資その他の資産額が総資産に占める割合が高くなる。これらの変化に対し、単独および連結の負債比率については3社とも-1期から+1期にかけてあまり変化が見られない。これは、純粋持株会社の採用が親会社の資産構成を大きく変化させるのに対し、直接的には資本構成には影響を及ぼさないためである。

表2 純粋持株会社採用前後の変化

		- 3 期	- 2 期	- 1 期	+ 1 期	+ 2 期	+ 3 期
サッポロ	総資産連単倍率	1.052	1.047	1.033	1.435	1.471	1.602
	従業員連単倍率	2.141	2.155	2.131	179.923	45.216	44.291
	単独投資他比率	0.077	0.110	0.108	0.840	0.739	0.837
	単独負債比率	0.850	0.840	0.838	0.747	0.726	0.660
	連結負債比率	0.857	0.847	0.844	0.861	0.847	0.802
キリン	総資産連単倍率	1.286	1.281	1.332	1.524	1.866	1.662
	従業員連単倍率	4.074	4.254	4.629	107.590	138.989	127.355
	単独投資他比率	0.439	0.490	0.536	0.854	0.779	0.764
	単独負債比率	0.467	0.466	0.434	0.447	0.469	0.454
	連結負債比率	0.491	0.467	0.480	0.491	0.516	0.507
アサヒ	総資産連単倍率	1.238	1.240	1.277	1.408	1.727	1.864
	従業員連単倍率	4.405	4.656	4.673	59.219	64.129	65.697
	単独投資他比率	0.288	0.372	0.384	0.891	0.526	0.559
	単独負債比率	0.537	0.561	0.533	0.521	0.454	0.426
	連結負債比率	0.588	0.597	0.564	0.579	0.580	0.538

「-1期」は純粋持株会社採用直前の決算期を示す  
 総資産連単倍率 = 連結総資産額 / 単独総資産額  
 従業員連単倍率 = 連結従業員数 / 単独従業員数  
 単独投資他比率 = 単独投資その他の資産額 / 単独総資産額  
 単独負債比率 = 単独負債額 / 単独総資産額  
 連結負債比率 = 連結負債額 / 連結総資産額

## IV. 事業の変化

### 1. 事業構成の変化

表3は、3社の2000年から2017年までの連結での事業構成の変化を示している。サッポロについては、純粋持株会社の採用前において酒類・飲料事業の割合が最も低く、多角化が進んでいたことがわかる。この理由は、その他事業の大部分を構成する不動産業の資産額が大きいことにある。同表からは明らかでないものの、サッポロのその他事業の大部分が不動産業から構成されており、その資産規模が大きいためにその他の割合が相対的に高くなっている。しかしながら、純粋持株会社の採用以降はその他の事

業規模と割合を縮小させている。その他事業の縮小は、おおむね不動産業および外食業の縮小によるものである。

表3 事業構成の変化 (連結資産額)

単位：百万円

年	サッポロ				キリン				アサヒ			
	酒類・飲料事業		その他事業		酒類・飲料事業		その他事業		酒類・飲料事業		その他事業	
2000	415,027	55%	338,482	45%	964,253	76%	309,548	24%	977,447	88%	135,988	12%
2001	394,893	55%	323,455	45%	993,604	78%	288,247	22%	1,034,885	88%	144,641	12%
2002	374,570	55%	312,088	45%	1,136,566	78%	317,311	22%	1,017,990	85%	184,263	15%
2003	347,185	56%	278,282	44%	1,144,877	78%	316,877	22%	1,004,547	85%	182,470	15%
2004	323,544	60%	213,113	40%	1,112,520	76%	356,991	24%	1,020,601	87%	146,021	13%
2005	323,745	61%	207,283	39%	1,193,702	77%	352,178	23%	995,620	89%	123,471	11%
2006	367,480	64%	206,834	36%	1,221,635	73%	441,302	27%	993,203	85%	177,332	15%
2007	344,445	63%	202,357	37%	1,430,096	72%	561,743	28%	1,028,413	86%	165,458	14%
2008	325,053	63%	187,301	37%	1,683,156	69%	770,887	31%	1,007,965	86%	167,756	14%
2009	309,660	62%	189,573	38%	1,966,765	71%	793,817	29%	1,072,681	86%	169,382	14%
2010	291,527	60%	192,414	40%	1,724,768	68%	825,350	32%	1,311,247	93%	99,159	7%
2011	356,044	65%	192,669	35%	2,010,223	70%	876,288	30%	1,343,956	93%	103,555	7%
2012	360,264	61%	227,707	39%	2,112,668	73%	772,233	27%	1,520,006	93%	105,747	7%
2013	370,231	61%	235,331	39%	2,192,459	75%	750,217	25%	1,583,862	94%	107,388	6%
2014	380,824	62%	233,771	38%	2,239,404	75%	761,107	25%	1,723,092	94%	109,882	6%
2015	387,540	63%	225,708	37%	1,746,365	69%	772,279	31%	1,653,550	94%	111,627	6%
2016	381,212	62%	234,925	38%	1,834,651	71%	741,666	29%	1,971,950	94%	115,385	6%
2017	390,845	62%	234,814	38%	1,719,024	69%	761,640	31%	3,195,430	96%	117,169	4%

注) 横線は、各社が純粋持株会社となった年を示している。

出所) 各企業の有価証券報告書に記載された事業別セグメントの情報をもとに筆者作成。

一方、キリンは全体として緩やかに事業規模を拡大させつつ、その他事業の割合を高めている。キリンのその他事業で大きな割合を占めているのが医薬品事業であり、同事業を拡大させたことがその事業の拡大の主要因である。前述のように、キリンは2008年に協和発酵の株式の過半数を取得したことなどにより医薬品事業を拡大させた。

最後に、アサヒは酒類・飲料事業の割合が当初から80%超と高く、純粋持株会社採用後はさらにその割合を高めている点で他の二社と異なっている。同社が酒類・飲料事業の割合を高めているのは同事業の規模を拡大させていると同時にその他事業の規模を縮小させているためである。酒類・飲料事業を拡大させている要因として、同表からは明らかではないものの、海外で酒類・飲料事業を拡大させている点が挙げられる。前述したように、2016年にSABMillerの資産を取得しており、積極的に海外でビール事業を拡大させたことが同事業の規模と割合を増加させた。

表1より、3社では純粋持株会社の採用と同時に非ビール事業の拡大を計画しており、多角化を進める過程で純粋持株会社が採用されていることから、多角化を志向している企業が純粋持株会社を採用すると考えられた。しかしながら、表3より実際にはキリン以外の2社については多角化が進んでいない、あるいはビール事業の割合が反対に高まっていることがわかる。

## 2. M&Aと事業売却の件数

企業の事業構成の変化には二種類存在する。一つは、事業を段階的に縮小・拡大させることで事業構成を変化させる方法であり、もう一つはM&Aや事業売却などにより事業構成を変化させる方法である。

前者は事業構成を変化させるのに時間がかかるのに対し、後者は短期間のうちに変化させることができる。ここでは、3社が純粋持株会社の採用前後においてM&Aや事業売却を行ったのか否か、についてみてる。表4は、2000年以降における3社のM&Aと事業売却の件数を示している。

表4 M&Aおよび事業売却件数の推移

年	サッポロ		キリン		アサヒ	
	M&A	売却	M&A	売却	M&A	売却
2000						
2001			1			
2002				1	1	1
2003						
2004						
2005		1		3	2	
2006	1		1		1	1
2007			3	1		
2008			1	2	1	1
2009	1			1		
2010				3	1	2
2011	1		3	1	1	
2012	1					
2013				4		1
2014		1	1	3	1	
2015			1		1	
2016	1	1		2		
2017	1			2		1
合計	6	3	11	23	9	7

注) 横線は、各社が純粋持株会社となった年を示している。

出所) 各企業のホームページより、著者作成。

純粋持株会社のメリットの一つとして容易なM&Aや事業の売却が挙げられたが、アサヒ以外の2社は純粋持株会社の採用以前と比べて以降のほうがM&Aあるいは売却の件数が増加していることがわかる。ただし、2000年から2017年までの期間で純粋持株会社以前と以降の期間が企業ごとに異なっているため、採用前後における企業間の違いは厳密には明らかではない。企業間の違いとして、キリンのM&Aおよび売却の件数が多く、同社が積極的に事業再編を実施していることがうかがえる。

## V. 事業の収益性

### 1. 各事業の収益性

表5は各企業の事業別の収益性を表している。サッポロについては酒類・飲料事業と比較してその他事業のほうが高収益であることがわかる。特に、売上高利益率については、どの時期においても高い収益性を示している。前述のように、同社のその他事業の大部分が不動産事業であり、この高い収益性は不動産事業から生み出されている。一方、サッポロの酒類・飲料事業についてはキリンやアサヒと比較しても極めて低収益である。

表5 各事業の収益性

年	サッポロ				キリン				アサヒ			
	資産利益率		売上高利益率		資産利益率		売上高利益率		資産利益率		売上高利益率	
	酒類・ 飲料事業	その他 事業										
2000	2.96	2.46	2.49	10.36	8.58	5.47	5.77	6.65	9.08	1.44	6.57	3.52
2001	3.48	3.03	2.83	12.34	6.40	5.50	4.49	5.65	8.81	0.70	6.56	1.91
2002	2.02	2.37	1.71	9.78	6.87	4.70	5.51	5.33	6.39	2.10	5.07	1.94
2003	1.07	4.36	0.90	15.73	7.56	5.69	6.14	6.34	7.48	1.95	5.75	1.70
2004	5.96	2.79	4.39	9.03	8.31	5.60	6.47	6.03	9.70	1.60	7.33	1.11
2005	1.18	3.02	1.43	12.31	7.96	5.30	6.77	5.38	8.71	2.72	6.48	1.69
2006	1.02	3.32	0.96	13.07	8.43	3.54	7.06	4.84	8.65	1.48	6.45	1.21
2007	2.04	3.82	1.74	13.87	8.01	3.09	7.00	7.70	8.16	1.85	6.23	1.46
2008	2.72	4.36	2.40	14.74	6.92	6.03	6.00	10.58	9.07	1.76	6.83	1.44
2009	2.74	3.88	2.48	13.72	5.59	4.81	5.86	7.98	7.42	2.14	5.95	1.70
2010	3.54	4.22	3.00	15.34	5.72	6.88	5.70	10.57	6.90	4.78	6.46	2.87
2011	3.76	4.22	3.27	16.39	4.42	6.36	5.29	11.74	8.15	4.75	8.01	2.88
2012	2.17	4.18	1.74	18.20	4.57	7.68	5.42	13.67	7.68	4.04	7.91	2.40
2013	2.60	3.97	2.11	11.92	4.23	7.74	4.95	14.48	7.87	5.16	7.75	2.92
2014	2.76	3.49	2.24	10.74	3.55	5.51	4.28	11.68	7.95	5.70	8.18	3.20
2015	2.38	3.90	1.91	11.54	4.65	6.56	4.46	12.97	6.46	8.20	6.79	4.39
2016	3.66	4.64	2.87	13.32	7.32	7.37	8.94	14.69	7.30	11.58	9.05	6.27
2017	2.84	4.96	2.27	13.11	8.06	8.28	9.21	16.94	6.03	10.99	9.81	5.85

資産利益率 = 営業利益 / 資産額 × 100

売上高利益率 = 営業利益 / 売上高 × 100

注) 横線は、各社が純粋持株会社となった年を示している。

出所) 事業区分は、各企業の有価証券報告書に記載された事業別セグメントの情報をもとに筆者作成。

次に、キリンについては、酒類・飲料事業と比較してその他事業の収益性が同程度かあるいは若干低いものの、次第に改善している。特に、売上高利益率については、純粋持株会社の採用以降は酒類・飲料事業を完全に上回っている。前述のように、キリンにおけるその他事業の大部分は医薬品事業であることから、協和発酵などの買収の効果であると考えられる。

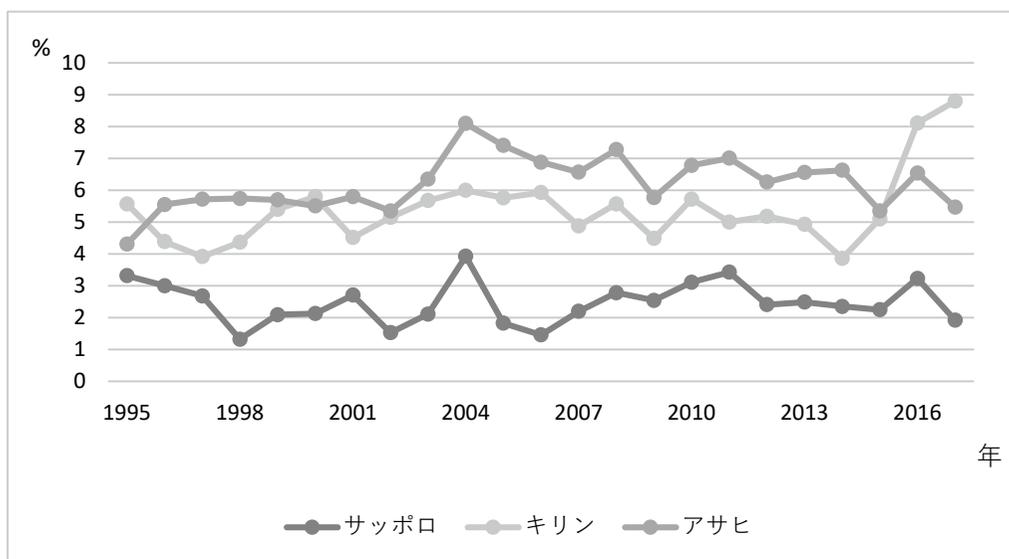
最後に、アサヒについては他の二社と比較して酒類・飲料事業の収益性が高いという点に特徴がある。同社の酒類・飲料事業は多くの年において同社のその他事業と比較しても他の2社と比較しても高収益となっている。ただし、2015年以降については、その他事業の利益率が改善している。同表からは明らかでないものの、この利益率の改善は同社の食品事業の収益が改善したためである。同事業は2015年から2016年にかけて収益を64%改善しているが、これは「主力ブランドを中心に好調に推移したことや、原材料を中心とした製造原価の低減など」のためであるとされる<sup>5)</sup>。ただし、表3の事業構成の変化からわかるように、2015年以降のアサヒは他の2社と比較して酒類・飲料事業の割合が9割を超えており、その他事業の事業規模の割合が極めて低い。そのため、その他事業の収益性が改善したとしても、アサヒ全体の収益性に与える影響は極めて限定的であると思われる。

## 2. ROAの変化

図1は、3社のROA（総資産営業利益率）の推移を示している。サッポロの収益性が低いのは、ビール事業の低収益性のためであり、反対にアサヒの収益性が高いのはビール事業の高収益性のためであ

る。一方、キリンとアサヒを比較した場合、おおむねアサヒのほうが高収益であることがわかる。これは、アサヒのビール事業の収益性が高く、その事業割合も高いためである。また、表5において、キリンのその他事業の収益性が改善されていたものの、図1の同社のROAは必ずしも改善してはいない。これは、同社ではその他事業の収益性改善と同時に酒類・飲料事業の収益性が低下し、結果として全体の収益性は改善されず、横ばいとなったためである。

図1 ROAの推移



なお、キリンの2016年と2017年のROAが上昇しているが、これは同社が2016年からIFERS適用へ移行したことが主な原因であり、必ずしも同社の経営状態が改善されたことによるものではない。

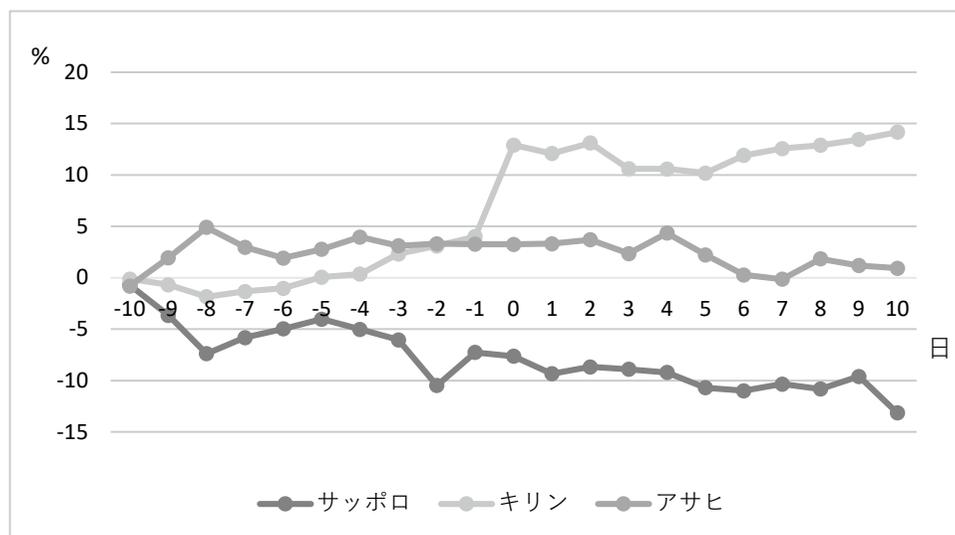
## VI. 株価の反応

### 1. 純粋持株会社採用時の株価反応

最後に、純粋持株会社採用の公表時における株式市場の反応についてみてみる<sup>6)</sup>。純粋持株会社の採用を通じて3社の株主価値が高まると株式市場が評価するのであれば、株価が上昇することが予想される。図2は、3社における純粋持株会社の採用を公表した日を0日とする株価の反応を示している。0日前後においてキリンの株価が上昇しているのに対し、サッポロとアサヒはほとんど反応していないことがわかる。この結果は、株式市場はキリンの純粋持株会社の採用をプラスに評価したのに対し、サッポロとアサヒは評価されていないことを示している。これは、純粋持株会社を採用すればすべての企業がプラスに評価されるわけではなく、どのような状況のもとで採用されるのかによって評価が異なることを示している。前述のように、キリンのみ当初の動機に基づく経営、すなわち非ビール事業の拡大を行い、その成果が実際に生じているのに対し、サッポロでは非ビール事業の拡大が実施されていない(さ

れそうにない)、アサヒは非ビール事業を拡大させる経済的動機が乏しい、という点で両企業が純粋持株会社を採用してもその効果を得ることは難しいと評価できた。その結果、株式市場の反応もキリンとそれ以外の2社では異なっていたと考えられる。

図2 純粋持株会社採用公表時の株価の反応



## 2. キリンの組織再編と株価反応

キリンは2007年に親会社を純粋持株会社とする組織再編を行ったが、それ以前にも組織再編を公表している。2001年に同社は、事業持株会社とカンパニー制<sup>7)</sup>の採用を公表している。具体的には、「二〇〇一年をメドにキリン本社を事業持ち株会社とし、ビール以外の医薬、アグリバイオ、外食などの事業部には社内カンパニー制を導入。事業ごとの独立採算性を高め、収益管理を強化する」としている<sup>8)</sup>。2001年以前においてもキリンは子会社を有していた点でもともと事業持株会社であった。それにもかかわらず事業持株会社を採用することをあえて表明したのは、各子会社の独立採算制を強める、すなわちより分権化することを表明するためであったと思われる。また、カンパニー制はソニーが1994年に最初に採用した組織形態であり、その後は多くの日本企業によって採用されている。カンパニー制の採用が意味するのは、各事業部門の独立採算制の強化であり、さきの事業持株会社の採用と同様の目的であったと思われる。もし、キリンにおける事業持株会社やカンパニー制の採用が各事業部門や各子会社の独立採算制の強化にあるとすれば、その機能は純粋持株会社と類似している可能性がある。なぜなら、各子会社や親会社内の事業部門の独立採算性を高め、経営者が業績や将来性に応じた資源配分を行うことだという点で、純粋持株会社のメリットのみた事業再編と同様の機能が果たせると考えられるためである。すなわち、事業持株会社やカンパニー制と純粋持株会社の機能は代替的な関係にある可能性がある。もし代替的な関係にあるのであれば、事業持株会社やカンパニー制の採用に際しても、キリンの純粋持株会社の場合と同様に株式市場はプラスに評価することが予期される。

図3 キリンにおける事業持株会社・カンパニー制の採用公表時の株価の反応

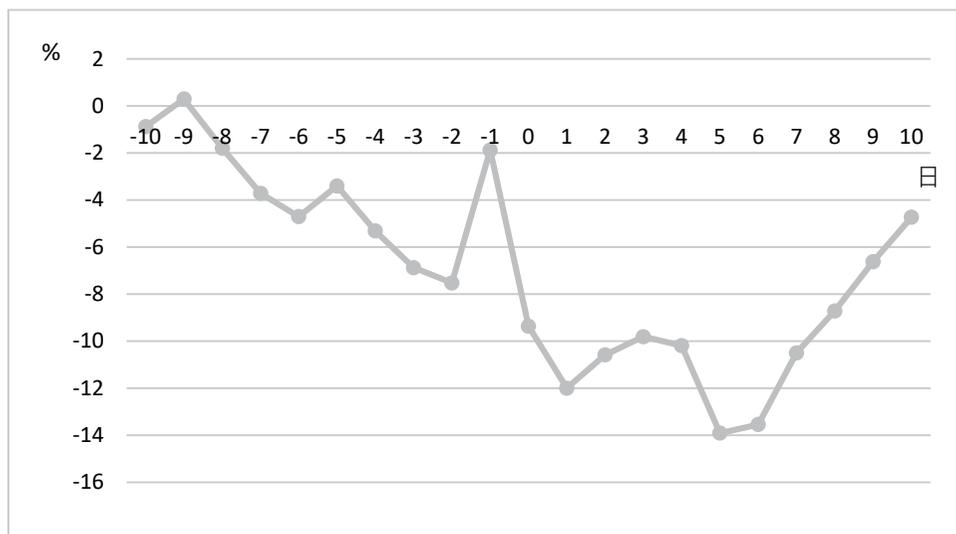


図3は、キリンにおける事業持株会社およびカンパニー制の採用を表明した日を0日とした場合の株式市場の反応を示している。なお、キリンでは同じ日に事業持株会社とカンパニー制両方の採用を表明している。-1日において大きくプラスに反応しているものの、その後はマイナスとなっており、期間全体としてもおおむねマイナスとなっている。この結果は図2のキリンの結果とは大きく異なっており、事業持株会社やカンパニー制と純粋持株会社の機能は代替的な関係にはない、すなわち純粋持株会社は事業持株会社やカンパニー制とは異なる機能を有することを示唆している。

## おわりに

ここでは、1997年以降に利用可能となった純粋持株会社の機能についてみてきた。親会社が純粋持株会社となる場合、親会社と子会社から構成される企業グループの頂点が純粋持株会社となる場合が多い。この企業グループを一組織と考えた場合、親会社が純粋持株会社となることは、新たな組織形態を採用することを意味する。純粋持株会社の解禁前後において主張されてきた純粋持株会社のメリットの多くが事業再編と関連しており、純粋持株会社の採用を通じて事業再編が行われる、すなわち事業再編の必要性の高い企業が純粋持株会社を採用し、事業再編を実施することを通じて企業価値の向上を図っていると考えられた。

そこで、ここでは純粋持株会社を採用したビール会社3社を取り上げ、これらの企業がどのような状況、あるいはどのような意図で純粋持株会社を採用したのか、採用の結果、事業構造あるいはパフォーマンスがどのように変化したのか、についてみてきた。その結果、つぎの4点が明らかとなった。第一に、同じビール事業を主たる事業としつつ純粋持株会社を採用した3社であるものの、非ビール事業の

状況が著しく異なる点である。サッポロはビール以外の事業として不動産事業を行っており、同事業は同社のビール事業と比較して高収益であった。これに対し、キリンはビール以外の事業として医薬品事業を行っており、同事業の収益性はビール事業とおおむね同等であった。最後に、アサヒはビール以外の事業として食品・医薬品事業を行っていたものの、ビール事業と比較してかなり低収益であった。第二に、純粋持株会社の採用に際し、3社すべてが非ビール事業の事業拡大を企図していた点である。このことは、さきに見た純粋持株会社のメリットの事業再編とも整合的であり、これらの企業ではビール事業から他の事業へシフトするという再編が企図されていたと考えられる。第三に、純粋持株会社の採用以降、事業構造の変化という点で3社はそれぞれ異なる対応を行っていた点である。サッポロは相対的に高収益であった非ビール事業を拡大させるべきであったにもかかわらず、実際には縮小させている。一方、アサヒはビール事業と比較して低収益であった非ビール事業を縮小させた点で経営上合理的であったものの、当初企図されていた非ビール事業の拡大は実施していない。最後に、キリンは純粋持株会社の採用以降、非ビール事業を拡大させ、同時にその収益性も改善させている。キリンの場合、非ビール事業であった医薬品事業を拡大させ、そのことが収益性の改善にもつながったのである。第四に、これら3社の純粋持株会社の採用に際し、株式市場の反応はそれぞれ異なっていた点である。サッポロとアサヒでは株式市場はプラスに反応しなかったのに対し、キリンでは大きくプラスに反応している。これは、キリンが純粋持株会社の採用以降、非ビール事業部門を拡大させ、同時に同事業の収益性も改善させたことと整合的である。このことは、純粋持株会社の採用が直ちに企業価値を高めるのではなく、どのような状況の下で採用し、採用後はどのように事業構造を変化させるのかが重要であることを示唆している。

#### 注

- 1) 大坪 (2005)、川村 (2007)、園田 (2006) などを参照。
- 2) 武藤 (1997、2003) などを参照。
- 3) 園田 (2006) などを参照。
- 4) たとえば、純粋持株会社採用という組織再編から生じるコストが挙げられる。
- 5) アサヒグループホールディングスの有価証券報告書、2016年、38頁。
- 6) 株価の反応については、日次の収益率を算出し、同日のTOPIXの収益率を引くことによって日次の超過リターンを算出している。そのうえで、公表日を0日とした場合、-10日から各日の超過リターンの合計である累積超過リターンを図2のグラフで表している。
- 7) カンパニー制については、大坪 (2005) を参照。
- 8) 日本経済新聞、1999年9月11日。

#### 参考文献

- 大坪 稔 (2005) 『日本企業のリストラクチャリング：純粋持株会社・分社化・カンパニー制と多角化』中央経済社。
- 大坪 稔 (2019) 「純粋持株会社は日本企業をどう変化させたのか」『経営史学』第54巻第2号、5-22頁
- 川村倫大 (2007) 「“日本的” 持株会社経営の今」、『季刊政策・経営研究』第3号、1-12頁。
- 園田智昭 (2006) 「純粋持株会社による企業グループ管理の課題」、『BUSINESS RESEARCH』第987号、41-47頁。
- 谷尾久幸・佐野暢彦 (2013) 「持株会社はどのような子会社管理を行っているかー『持株会社が保有する権限機能』調査報告結果一」、『コンサルタント・レポート (みずほ総合研究所)』1-11頁。
- 武藤泰明 (1997) 『すぐわかる持ち株会社のすべて』日本経済新聞社。
- 武藤泰明 (2003) 『持株会社経営の実際』日本経済新聞社。

**【資料】 経営分析カンファレンスプログラム (第36回から第38回まで)**

AEAJ 第1回秋季大会 第36回経営分析カンファレンス

2020年12月12日(土)、13日(日) 早稲田大学 (WEB開催)

——経営分析カンファレンス開催日：12月13日——

**【一般報告】 セッション9 On Demand 配信**

14:00-14:40

1. How Measure the Value of Intangible Assets with the Residual Income CAP Model

報告者 小林秀二 (早稲田大学)

司会 小野慎一郎 (大分大学)

14:45-15:25

2. 「戦略的提携と監査報酬の関係性」

報告者 大沼 宏 (中央大学)

藤田健人 (中央大学大学院)

石黒武秀 (中央大学大学院)

司会 高田知実 (神戸大学)

15:30-16:10

3. Coarse Performance Evaluation for Envious Agents

報告者 大橋英司 Alberta School of Business, University of Alberta

司会 奥田真也 (名古屋市立大学)

16:15-16:55

4. 「企業不祥事に伴うファミリーの経営権の変化」

報告者 藤井敏央 (青山学院大学大学院)

司会 宮川 宏 (専修大学)

**【ポスター報告】 セッション10 On Demand 配信**

11:30-11:40

JARDIS&JSBA フラッシュトーク

司会 吉田和生 (名古屋市立大学)

16:15-16:55

1. 「国立病院機構と病院経営の持続可能性評価」

報告者 見村千尋 (早稲田大学大学院)

司 会 大沼 宏 (中央大学)

AEAJ 第 2 回秋季大会 第37回経営分析カンファレンス

2021年12月18日 (土)、19日 (日) 専修大学 (WEB開催)

——経営分析カンファレンス開催日：12月18・19日——

第1日 12月18日 (土)

【一般報告】

10：00-10：40

1. 「従業員の就業環境が企業業績に及ぼす影響：若年離職率に着目して」

報告者 松本智広 (東京都立大学大学院)

司 会 山本達司 (同志社大学)

10：45-11：25

2. 「中小企業における早期審査の有効性について」

報告者 金子宝麒 (早稲田大学大学院)

司 会 福多裕志 (法政大学)

11：30-12：10

3. 「US-GAAP & IFRS 適用企業の無形資産の実態分析」

報告者 大倉雄次郎 (関西大学)

司 会 古山 徹 (嘉悦大学)

第2日 12月19日 (日)

【一般報告】

14：00-14：40

1. 「四半期キャッシュ・フロー計算書の任意開示にかかる基礎研究」

報告者 松本紗矢子 (北海道情報大学)

屋嘉比潔 (大阪市立大学大学院)

浅野信博 (大阪市立大学)

司 会 田代樹彦 (名城大学)

14：45-15：25

2. 「銀行業の信用リスクに関するKAMの初年度適用」

報告者 佐々木貴司 (PwCあらた有限責任監査法人)

司会 林 隆敏 (関西学院大学)

15:30-16:10

3. 「状態空間形式に基づく現在価値モデルの統計的推測」

報告者 千葉 賢 (愛知学院大学)

司会 奥田真也 (名古屋市立大学)

16:15-16:55

4. 「のれんの経済的減損に関する日本企業の実態と市場の評価」

報告者 眞鍋和弘 (名古屋外国語大学)

野口倫央 (愛知学院大学)

司会 浅野敬志 (東京都立大学)

【ポスター報告】

12:20~13:50

JARDIS&JSBA フラッシュトーク

司会 向伊知郎 (愛知学院大学)

1. 「ESG投資パフォーマンスの分析—ESGバブル発生の可能性について」

報告者 江沢拓宣 (早稲田大学大学院)

2. 「IT投資がもたらす企業価値の向上について」

報告者 長安祥紀 (早稲田大学大学院)

3. 「日本企業へのアクティビズムと、被介入企業の業績推移」

報告者 星野祐介 (早稲田大学大学院)

4. 「総合商社における多角化ディスカウントの影響」

報告者 古舘清州 (早稲田大学大学院)

5. 「企業文化の類似性がM&Aに及ぼす影響」

報告者 泉澤博也 (早稲田大学大学院)

12:50-13:50

質疑応答

AEAJ 第3回秋季大会 第38回経営分析カンファレンス

2022年12月17日 (土) 大阪公立大学 (WEB開催)

【経営分析ワークショップ (フルペーパー&討論者あり: 第I部)】

司会: 木村史彦 (東北大学)

10 : 20 ~ 11 : 00 C-1報告

亀川雅人 (文京学院大学)

「株価変動と経営者情報—リスク尺度に矛盾するヒストリカル・ベータ—」

討論者：吉田 靖 (東京経済大学)

11 : 10 ~ 11 : 50 C-2報告

大塚慎太郎 (早稲田大学・D院生)

「企業の持続的成長と経営者能力の関係」

討論者：河内山拓磨 (一橋大学)

【自由論題報告 (討論者なし)】

第1会場 (一般報告)

司会：古山 徹 (嘉悦大学)

13 : 30 ~ 14 : 00 E-1報告

大倉雄次郎 (関西大学名誉教授)

「グローバル企業の経営戦略の実態と在るべき方向」

14 : 10 ~ 14 : 40 E-2報告

大洲裕司 (青山学院大学)

「有価証券報告書における戦略情報開示の変化に関する決定要因分析」

司会：田村香月子 (関西大学)

14 : 50 ~ 15 : 20 E-3報告

平井裕久 (神奈川大学)

小村亜唯子 (神奈川大学)

川邊貴彬 (神奈川大学・M院生)

「MD&A情報のトーンと将来業績の関係」

15 : 30 ~ 16 : 00 E-4報告

須藤時男 (早稲田大学産業研究所)

「ファミリービジネスの資産保有特性に関する考察」

第2会場 (院生セッション)

司会：松浦総一 (立命館大学)

13 : 30 ~ 14 : 00 E-5報告

趙 馨妍 (明治大学・M院生)

「中国会計基準はどの程度IFRSとコンバージェンスしているか? : 中国と香港両方に上場する企業からの実証」

14 : 10 ~ 14 : 40 E-6報告

中島夏耶 (東京都立大学・D院生)

「インタンジブルズの可視化プロセスが従業員の意識に与える効果」

司会：稲村由美 (新潟大学)

14：50～15：20

E-7報告

永田大貴 (神戸大学・D院生)

澤田雄介 (同志社大学)

「なぜボーナス減額は寛大化するのか？—Maske et al. (2021) の追試と追加変数の検討—」

15：30～16：00

E-8報告

増岡慶次 (大阪市立大学・M院生)

屋嘉比 潔 (大阪公立大学・D院生)

「保守主義推定におけるコスト下方硬直性の交絡効果—Banker et al. (2016) の追試—」

**【経営分析ワークショップ (フルペーパー&討論者あり：第Ⅱ部)】**

司会：山本達司 (同志社大学)

16：10～16：50

C-3報告

川邊貴彬 (神奈川大学・M院生)

村上 蘭 (神奈川大学・M院生)

小村亜唯子 (神奈川大学)

平井裕久 (神奈川大学)

「日本企業の英文有価証券報告書におけるMD&Aパートの可読性・トーンと将来業績との関係」

討論者：金 鉉玉 (東京経済大学)

17：00～17：40

C-4報告

池井優佳 (京都先端科学大学)

松本紗矢子 (北海道情報大学)

屋嘉比 潔 (大阪公立大学・D院生)

浅野信博 (大阪公立大学)

「(研究ノート) 四半期キャッシュフロー情報開示に関する基礎研究」

討論者：榎本正博 (神戸大学)

17：50～18：30

C-5報告

浅野敬志 (東京都立大学)

「サステナビリティ情報開示の充実とESG評価の不一致」

討論者：阪 智香 (関西学院大学)



## 『経営分析研究』 投稿規程

1995年（平成7年）6月3日制定

2015年（平成27年）5月15日改正

2018年（平成30年）9月1日改正

2022年（令和4年）12月17日最終改正

（『経営分析研究』第37号から適用）

（学会誌の目的）

第1条 『経営分析研究』（以下、「本誌」と記す）は、経営分析の領域における理論ならびに方法論の発展とその普及を主な目的として刊行される。

（投稿者の資格）

第2条 投稿者（共著の場合にはすべての共著者）は、日本経済会計学会の会員に限定する。ただし、編集委員会が執筆を依頼したときはこの限りではない。

（研究成果の掲載区分）

第3条 本誌における研究成果の掲載区分は、研究論文、事例研究、研究ノートから構成される。

2 研究論文とは、経営分析研究における理論ならびに方法論の発展とその普及に寄与する研究成果であり、厳正な査読プロセスを経て掲載を認められたものをいう。

3 事例研究とは、フィールドスタディにもとづき特定の企業または産業に関する事例を分析し、特定の問題意識や課題を明示した研究成果であり、編集委員会の審議によって掲載を認められたものをいう。

4 研究ノートとは、経営分析研究における理論ならびに方法論の発展とその普及に寄与する研究成果であり、編集委員会の審議によって掲載を認められたものをいう。

（研究論文の取り扱い）

第4条 研究論文の取り扱いについては、「投稿論文査読規程」および「カンファレンス論文査読規程」にしたがう。

（事例研究および研究ノートの受付）

第5条 編集委員会は、事例研究および研究ノートを受け付ける。

2 編集委員会は、事例研究および研究ノートの投稿者に対して、修正・加筆の上、再提出の要請を行うことができる。

3 編集委員会は、事例研究および研究ノートの投稿者に対して、参考文献、分析データ等の根拠資料の提出を求めることができる。

(二重投稿の禁止)

第6条 研究論文、事例研究、研究ノートの投稿者は、当該研究成果を他の学術雑誌等（ただし、ワーキングペーパーを除く）に投稿してはならない。

(著作権)

第7条 本誌に掲載された研究成果の著作権は、原則として日本経済会計学会に帰属する。

2 著作権に関する諸問題は、すべて著者の責任において処理するものとする。

3 投稿者は、本誌に掲載された研究成果を複製・転載等の形で利用することができる。ただし、掲載先には出典を明記しなければならない。

(原稿の提出)

第8条 原稿は、日本経済会計学会ウェブサイトの投稿フォームを経由して、編集委員会に提出しなければならない。

2 原稿は返却しない。

(本規程の改正)

第9条 本規程は、必要に応じて、編集委員会の合議により改正することができる。

## 『経営分析研究』 投稿論文査読規程

2017年9月18日制定

2022年12月17日最終改正

(『経営分析研究』第37号から適用)

### (編集委員会)

『経営分析研究』編集委員会(以下、「委員会」と記す)は、編集委員長(以下、「委員長」と記す)、副編集委員長(以下、「副委員長」と記す)、編集委員(以下、「委員」と記す)で構成する。編集委員会執行部(以下、「執行部」と記す)は、委員長および副委員長から構成される。執行部および委員会は以下のプロセスにしたがって査読手続を行う。

### (研究論文の受付)

委員長は、『経営分析研究』に投稿された研究論文(以下、「投稿論文」と記す)を随時受け付ける。

### (査読者推薦委員の選定)

執行部は、各投稿論文について委員会の中から査読者推薦委員を選定する。

### (投稿論文審査委員会)

投稿論文審査委員会(以下、「審査委員会」と記す)は、査読者推薦委員および執行部から構成される。

### (予備審査)

審査委員会は、論文の予備審査を行う。予備審査では、本審査に進めるか、不受理(Desk Reject)とするかを判定する。

### (レフェリー候補者の推薦)

査読者推薦委員は、レフェリーとして適切と考えられる者(以下、「レフェリー候補者」と記す)5名を委員長に推薦する。

### (レフェリーの決定)

執行部は、査読者推薦委員から推薦されたレフェリー候補者について優先順位を記したリストを作成し、上位のレフェリー候補者から順に投稿論文の査読を依頼する。各投稿論文につきレフェリー2名が決定するまでこの手続を繰り返す。レフェリー候補者5名の中からレフェリー2名が決定されない場合、査読者推薦委員は新たなレフェリー候補者5名を再度委員長に推薦する。

レフェリー候補者は、原則として日本経済会計学会会員(以下、「会員」と記す)から選任する。ただし、委員会の承認を条件として、会員以外からレフェリーを選任することができる。

(査読プロセスにおける委員長の役割)

委員長は、投稿論文ならびに査読書類のレフェリーへの送付、判定結果の投稿者への伝達、投稿者が修正して再投稿した原稿（以下、「修正稿」と記す）の確認、修正稿のレフェリーへの送付等を行う。

(掲載可否の判定手続)

投稿論文は、以下のプロセスを経て、掲載の可否が決定される。

[第1次審査]

- ① 2名のレフェリーによる第1ラウンドの判定結果がともにAまたはBならば、掲載可とする。
- ② 2名のレフェリーによる第1ラウンドの判定結果がともにEならば、掲載不可とする。
- ③ 2名のレフェリーによる第1ラウンドの判定結果の一方がCまたはDの場合、第2ラウンドに移行する。
- ④ 2名のレフェリーによる第1ラウンドの判定結果の一方がAまたはBで、もう一方がEならば、第2次審査に移行する。
- ⑤ 2名のレフェリーによる第2ラウンドの判定結果がともにAまたはBならば、掲載可とする。
- ⑥ 2名のレフェリーによる第2ラウンドの判定結果がともにEならば、掲載不可とする。
- ⑦ 2名のレフェリーによる第2ラウンドの判定結果の一方がAまたはBで、もう一方がEならば、第2次審査に移行する。

[第2次審査]

審査委員会は、第3レフェリー（以下、「新レフェリー」と記す）1名を決定し、査読を継続する。新レフェリーは、原則として委員会から選定する。ただし、委員会の承認を条件として、委員会以外から新レフェリーを選任することができる。

- ① 新レフェリーによる第1ラウンドの判定結果がAまたはBならば掲載可とし、Eならば掲載不可とする。
- ② 新レフェリーによる第1ラウンドの判定結果がCまたはDならば、第2ラウンドに移行する。
- ③ 新レフェリーによる第2ラウンドの判定結果がAまたはBならば掲載可とし、Eならば掲載不可とする。

(判定基準)

査読手続における判定基準は、以下の通りとする。

① 第1ラウンドの判定基準

A：掲載可 (Accept)

B：条件付掲載可：レフェリーによる指摘事項に関する投稿者による対応の確認を編集委員会に一任する (Conditional Accept)

C：小幅な修正および再投稿 (Revise and Resubmit —Minor Revision—)

D：大幅な修正および再投稿 (Revise and Resubmit —Major Revision—)

E：掲載不可 (Reject)

② 第2ラウンドの判定基準

A：掲載可 (Accept)

B：条件付掲載可：レフェリーによる指摘事項に関する投稿者による対応の確認を編集委員会に一任する (Conditional Accept)

E：掲載不可 (Reject)

(本規程の改正)

本規程は、必要に応じて、編集委員会の合議により改正することができる。



## 『経営分析研究』カンファレンス論文査読規程

2022年12月17日制定

(『経営分析研究』第37号から適用)

### (編集委員会)

『経営分析研究』編集委員会(以下、「委員会」と記す)は、編集委員長(以下、「委員長」と記す)、副編集委員長(以下、「副委員長」と記す)、編集委員(以下、「委員」と記す)で構成する。編集委員会執行部(以下、「執行部」と記す)は、委員長および副委員長から構成される。執行部および委員会は以下のプロセスにしたがって査読手続を行う。

### (カンファレンス論文の受付)

委員長は、経営分析カンファレンス・ワークショップの報告者によって、報告日から起算して3カ月後に相当する月の末日までに『経営分析研究』に投稿された研究論文を、カンファレンス論文として受け付ける。

### (カンファレンス論文審査委員会)

カンファレンス論文審査委員会(以下、「審査委員会」と記す)は、経営分析カンファレンス・ワークショップにおける報告の討論者(以下、「討論者」と記す)および執行部から構成される。

### (予備審査)

審査委員会は、論文の予備審査を行う。予備審査では、本審査に進めるか、不受理(Desk Reject)とするかを判定する。

### (レフェリーの決定)

審査委員会は、本審査にあたり、委員会の中からレフェリーを1名選定する。ただし、審査委員会は、委員会の承認を条件として、委員会以外からレフェリーを選任することができる。

### (査読プロセスにおける委員長の役割)

委員長は、カンファレンス論文ならびに査読書類のレフェリーへの送付、判定結果の投稿者への伝達、投稿者が修正して再投稿した原稿(以下、「修正稿」と記す)の確認、修正稿のレフェリーへの送付等を行う。

### (掲載可否の判定手続)

カンファレンス論文は、以下のプロセスを経て、掲載の可否が判定される。

#### [第1次審査]

- ① レフェリーによる第1ラウンドの判定結果がAまたはBならば、第2次審査に移行し、判定結果がEならば掲載不可とする。
- ② レフェリーによる第1ラウンドの判定結果がCまたはDならば、第2ラウンドに移行する。
- ③ レフェリーによる第2ラウンドの判定結果がAまたはBならば、第2次審査へ移行し、第2ラウンドの判定結果がEならば掲載不可とする。

[第2次審査]

レフェリーによる第1次審査の結果を受領したのちに、審査委員会は審査報告書を作成する。審査報告書における判定結果がAまたはBならば掲載可とし、Eならば掲載不可とする。

(判定基準)

査読手続における判定基準は、以下の通りとする。

① 第1ラウンドの判定基準

A：掲載可 (Accept)

B：条件付掲載可：レフェリーによる指摘事項に関する投稿者による対応の確認を編集委員会に一任する (Conditional Accept)

C：小幅な修正および再投稿 (Revise and Resubmit — Minor Revision—)

D：大幅な修正および再投稿 (Revise and Resubmit — Major Revision—)

E：掲載不可 (Reject)

② 第2ラウンドの判定基準

A：掲載可 (Accept)

B：条件付掲載可：レフェリーによる指摘事項に関する投稿者による対応の確認を編集委員会に一任する (Conditional Accept)

E：掲載不可 (Reject)

③ 第2次審査の判定基準

A：掲載可 (Accept)

B：条件付掲載可：レフェリーによる指摘事項に関する投稿者による対応の確認を編集委員会に一任する (Conditional Accept)

E：掲載不可 (Reject)

(本規程の改正)

本規程は、必要に応じて、編集委員会の合議により改正することができる。

## 『経営分析研究』 執筆要領

1995年（平成7年）6月3日制定

2014年（平成26年）5月17日改訂

2019年（令和元年）6月1日最終改訂

1. 研究論文、事例研究、研究ノート（以下、「論文等」と記す）の原稿は、著者情報、本文、英文要約で構成する。
2. 原稿はA4用紙で作成する。日本語原稿については読点「、」と句点「。」を用い、英語原稿についてはコンマ「,」とピリオド「.」を用いる。
3. 著者情報については、論文等のタイトル、著者（複数の場合は著者全員）の氏名ならびに所属機関を、日本語および英語で記載する。さらに、連絡先(住所・電話番号・ファックス・emailアドレス)を記載する。
4. 本文については、論文等のタイトル、1行あけて概ね400字の要約、1行あけて5つ以内のキーワードを記載し、2行あけて論文等の本文を記述する。本文には、著者を特定する情報は記載しない。本文は、主たる記述、注、文献リスト、図表の順とする。
5. 本文の分量は、原則として、主たる記述、注、図表、文献リストを含め、刷り上がり換算で最大12ページ程度（概ね17,000字以内）とする。但し、編集委員会が認める場合は、この限りではない。
6. 英文要約については、タイトル、著者名、概ね150語の要約、5つ以内のキーワードをすべて英語で記載する。
7. 本文中の節番号については、以下の通りとする。  
大見出し：Ⅰ．Ⅱ．Ⅲ．  
中見出し：1．2．3．  
小見出し：(1)(2)(3)  
なお、大見出しには前後各1行空行、中見出しには前1行空行を入れる。
8. 図表については、本文中に挿入箇所を明示する。但し、編集上、図表の掲載箇所は、投稿者の指示と異なることがある。
9. 注については、本文中の注記箇所に片括弧「」と番号を付し（例：1)), 主たる記述の末尾に

「(注)」として番号順に一括して記載する。

10. 本文および注における文献引用については、下記のように著者名と出版年で表示する。

著者が1名の場合：薄井（2019）

著者が2名の場合：薄井・坂上（2019）

著者が3名以上の場合：薄井他（2019）

著者が1名の場合：Lev（1994）

著者が2名の場合：Jensen and Meckling（1976）

著者が3名以上の場合：Graham et al.（2005）

同一著者の同一年の複数の文献引用の場合：高松（1985a）高松（1985b）…

11. 文献リストは、原稿の末尾に「参考文献」として、アルファベット順で表示する。

文献リストの書き方は、下記のとおりとする。

ア. 単行書の場合：

Lev, B. (1974) *Financial Statement Analysis: A New Approach*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

森脇彬（1985）『倒産企業に学ぶ』同友館

イ. 論文の場合：

Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305-360.

高松和男（1988）「キャッシュ・フロー計算書の意味と構造」『会計』第134巻第2号, pp.1-15

ウ. 同一著者の同一年の2つ以上の文献を引用する場合：

Penman, S. (2001a) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, (fifth edition) McGraw-Hill. (杉本徳榮・梶浦昭人・井上達男訳（2005）『財務諸表分析と証券評価』白桃書房)

Penman, S. (2001b) "On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, No.18, pp.681-692.

高松和男（1985a）『最新例解会計学』中央経済社

高松和男（1985b）「アメリカにおけるインフレーション会計の発展～ローゼンフィールドの所説を中心として～」『創価経営論集』第9巻第2号, pp.25-42

高松和男（1985c）「会計上の負債概念の新展開～FASB・FACS第3号における負債の定義について～」『創価経営論集』第10巻第1号, pp.35-45

エ. ウェブ・ページの場合：

当該 url と閲覧日を次のように示す。

<https://www.asb.or.jp/jp/> (2019年7月24日)



## 編集 後記

本号の編集作業の最後に、表紙のデザインをどうするかという懸案が残りました。日本の会計系の雑誌をすべて机の上に並べて検討したところ、表紙については青色と緑色を基調とした色使いが圧倒的に多いことが判明しました。海外とは異なり、日本では赤色を基調とした表紙の雑誌はほとんどありません。他雑誌との差別化のため赤色を基調にすることだけは確定したのですが、デザインについてはどうしてもカッコ良いイメージが浮かびません。悩みに悩んだ末、The Accounting Review及びThe British Accounting Reviewの(かつての)表紙を参考にしつつ、非常に単純で「硬派」なデザインに決定しました。赤色も上手く使えたと自負しております。これまでと同様、『経営分析研究』への投稿を心よりお待ちしております。

2023年6月15日

『経営分析研究』第36号編集委員長 浅野信博

### 『経営分析研究』第36号編集委員会

#### 編集委員長

浅野 信博 (大阪公立大学)

#### 副編集委員長

浅野 敬志<sup>1</sup> (東京都立大学)

木村 史彦<sup>2</sup> (東北大学)

奥田 真也<sup>3</sup> (名古屋市立大学)

#### 編集委員

浅野 敬志 (東京都立大学)

稲村 由美<sup>4</sup> (新潟大学)

小形 健介 (大阪公立大学)

木村 史彦 (東北大学)

田村香月子 (関西大学)

成岡 浩一 (専修大学)

平井 裕久 (神奈川大学)

古山 徹 (嘉悦大学)

山本 達司<sup>5</sup> (同志社大学)

浅野 信博 (大阪公立大学)

海老原 崇 (武蔵大学)

奥田 真也 (名古屋市立大学)

田代 樹彦 (名城大学)

中條 良美 (阪南大学)

林 隆敏 (関西学院大学)

福多 裕志 (法政大学)

松浦 総一 (立命館大学)

#### 機関誌担当幹事

井上 謙仁<sup>6</sup> (近畿大学)

<sup>1</sup> 2023年4月より慶應義塾大学に異動

<sup>2</sup> 『現代ディスクロージャー研究』編集委員を兼務

<sup>3</sup> 2022年12月17日新規就任

<sup>4</sup> 2023年4月より鹿児島国際大学に異動

<sup>5</sup> 『現代ディスクロージャー研究』編集委員を兼務

<sup>6</sup> 『現代ディスクロージャー研究』機関誌担当幹事を兼務

本誌は、1988年（昭和63年）12月19日付けの昭和63年郵政省告示第850号をもって、郵便法（昭和22年法律第165号）第26条1項第5号に掲げる刊行物（第四種郵便物学術刊行物）の指定を受けている。

年 報  
経 営 分 析 研 究  
第36号

---

発行日 2023年 6月15日  
編集人 浅野信博  
発行者 日本経済会計学会  
〒102-8160 東京都千代田区富士見2-17-1  
法政大学経営学部 川島健司研究室気付  
日本経済会計学会連絡事務所  
印刷所 (株)NPC コーポレーション

---

日本経営分析学会 ©2011  
URL [https://aea-j.org/journals\\_and\\_books/journal\\_ba/](https://aea-j.org/journals_and_books/journal_ba/)



日本経済会計学会

**AEA J**