

論文

経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造 —研究開発投資水準の決定をめぐる—

木村史彦

〈論文要旨〉

本稿は、経営者の近視眼的な研究開発投資行動と企業のガバナンス構造の関係について分析することを目的とする。資金調達、経営者のインセンティブ、そして安定株主による株式保有が「目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性」に及ぼす影響について仮説を導出し、日本企業のデータを用いて分析する。

1992年から1998年までを対象とした分析の結果、(1) 負債比率が高い場合には経営者が近視眼的行動をとる可能性が高い、(2) 日本におけるガバナンス構造の特徴とされる、安定株主による所有割合が高い場合、近視眼的行動をとる可能性が低くなるという知見を得た。しかし、分析期間の後半では、(2)の妥当性が観察されず、研究開発投資における近視眼的行動と企業のガバナンス構造の関係が変化していることも見いだされた。

〈キーワード〉

実証会計理論、近視眼的行動、利益数値制御、研究開発投資、企業のガバナンス構造

Myopic Investment Behavior and Corporate Governance Structure in Japanese Firms: -Research and Development Investment Behavior-

Fumihiko Kimura

Abstract

The purpose of this paper is to investigate the relationship between managerial myopic research and development (R&D) investment behavior and corporate governance structure in Japanese firms. I find that: (1) debt ratio is positively associated with the possibility of managerial myopic R&D investment behavior, (2) stable stockholders ownership tend to prevent managers from cutting R&D investment in order to meet target earnings. But the relationship between managerial myopic R&D investment behavior and corporate governance structure are changed in recent years.

Key Words

Positive Accounting Theory, Myopic Investment Behavior, Earnings Management, R&D Investment, Corporate Governance Structure

2002年 4月22日 受付
2002年 6月11日 受理
名古屋商科大学総合経営学部

Submitted 22, April 2002.
Accepted 11, June 2002.
Nagoya University of Commerce & Business Administration

1 はじめに

日本企業は高い商品開発力と技術水準を強みとして国際競争力を獲得しており、研究開発活動はその重要な源泉である。そのため、研究開発投資が重視される企業においては、業績が悪化した状況でもこれを削減せず「聖域」として取り扱ってきた。

Porter (1992, pp.66-67; 邦訳 1993 年参照) は、日本企業において研究開発投資を含めた投資活動が積極的に行われる要因として、経営者が投資活動にある程度の自由度を有していることをあげている。そして、この背景には、銀行などの有力な株主が経営者の継続的な展望を評価していることがあると指摘している (*ibid.*, p. 67). しかし、こうしたメカニズムは、近年の日本における金融システムあるいは企業システムの変革の中で変容しているという見解にも留意しなくてはならない。すなわち、株式持ち合いの解消およびメインバンク制の崩壊にともない、経営者は長期的な視野にたつことができず、投資機会があるにもかかわらず、研究開発投資を削減するような近視眼的行動 (*myopic behavior*) をとる可能性があると考えられる。

経営者の研究開発投資に関する近視眼的行動は、実証会計理論 (*Positive Accounting Theory*) において議論されてきた、利益数値制御 (*earnings management*) の一つの形態である (Bushee, 1998, p. 306). 実証会計理論では、企業におけるステークホルダー間において、会計数値に依拠した明示・黙示の契約 (会計ベースの契約) が締結されているもとで、経営者が会計ベースの契約が、経営者自身あるいは企業にとって有利になるように会計数値 (特に会計利益) を調整する行動 (裁量的会計行動) に関心が寄せられている。実証会計理論において、研究開発投資水準の決定が注目される理由としては、耐用年数にわたって費用が配分される設備投資と異なり、研究開発投資は即時に全額が費用処理されることが多いため、企業価値を高めるものであるにもかかわらず、当期の業績に対してより直接的に影響を及ぼすというトレードオフがあるからである。

本稿は、以上の議論をふまえつつ、日本企業のガバナンス構造と経営者の近視眼的な研究開発投資行動の関係について分析することを目的とする。「目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性」が、負債比率、経営者の所有割合、金融機関および事業法人の所有割合といった変数と関係しているのかについて、実証会計理論の先行研究ならびに日本企業のガバナンス構造に関する議論に依拠して仮説を導出する。そして、Bange and De Bondt (1998) および Bushee (1998) のフレームワークに依拠し、ロジット回帰モデルを用いて、日本企業のデータの検証を行う。

本稿の構成は以下の通りである。次節では、ガバナンス構造と研究開発投資をめぐる議論を整理して仮説を導出し、第3節において仮説検証のためのリサーチデザインを示す。検証結果を第4節で述べたうえで、第5節で要約と今後の課題について言及する。

2 経営者の近視眼的な研究開発投資と企業のガバナンス構造

日本における「研究開発費に係る会計処理」は、1999年4月1日以降を開始日とする事業年度から費用化処理が強制されている。しかし、繰延資産処理が認められていたそれ以前の決算においても、費用処理が行われることが多かった (松尾・柴, 1999, 101 頁; 岡部, 1994, 24 頁)。このことから、先に述べたように、研究開発投資においては企業の業績に関して明確な「トレードオフ」が存在する。したがって、企業において一定水準の利益 (以下目標利益とよぶ)

を確保しようとするインセンティブが顕著に認められる場合、とりわけ利益数値制御を目的として、研究開発投資を削減するような近視眼的行動をとる可能性が高いと考えられる。

しかし、こうした状況下で、経営者は常に近視眼的行動をとるのではなく、様々な経済的諸要因、特に企業のガバナンス構造が影響を及ぼすことが、多くの研究で指摘されている。Stein (1989) は、エージェンシーモデルの分析を通じ、企業内部の利害関係者間で利害対立あるいは情報の非対称が存在する場合に、経営者が近視眼的行動をとる可能性が高まることを示している¹。さらに、Bange and De Bondt (1998) および Bushee (1998) は、米国企業を分析対象とし、実証会計理論のフレームワークのもとで、機関投資家を中心とする企業のガバナンス構造が、経営者の近視眼的行動に影響を及ぼすことを検証している。

こうした議論をふまえ、具体的にどういったガバナンス構造の状況が経営者の近視眼的行動に影響を及ぼすのかについて、資本構成、経営者自身のインセンティブ、そして日本企業における特徴的な株主構成といった視点から検討していく。

まず、企業の資本構成において、負債への依存度が高い場合、明示的あるいは黙示的な負債契約の締め付けがタイトになり、そのことによって、経営者は目標利益を達成するインセンティブを有することが示唆されている (Watts and Zimmerman, 1986)。したがって、負債への依存度が高い場合、研究開発投資を削減してでも目標利益を達成しようとするインセンティブが強くなると予想され、仮説 1 が導かれる。

仮説 1 負債への依存度が高い企業ほど、目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性が高い。

次に、経営者自身による所有割合が高い企業（所有者支配型企业とよぶことにする）においては、企業内部における利害対立、情報の非対称という問題が発生する可能性が低い (Dhaliwal et al., 1982)。所有者支配型企业において、経営者は、長期的な視野のもとで経営を行うと考えられ、近視眼的行動をとる可能性は低いと考えられる。このことから以下の仮説を導くことができる。

仮説 2 所有者支配型企业においては、目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性が低い。

前述したように、日本企業におけるガバナンス構造の特徴として、金融機関および事業法人が多く株式を持ち合うことによって、安定株主となっていることが指摘されている（例えば、深尾・森田，1997）。安定株主による所有割合が高い場合、経営者は、長期的な視野にたって経営を行うことができると考えられる。仮説としては以下ようになる。

仮説 3 安定株主の所有割合が高い企業ほど、目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性が低い。

最後に、近年、少額の資金を投資する株主の数が増大しており、こうした株主は、短期的な株式の売買を繰り返す傾向がみられる。Bushee (1998, pp. 308-309) は、売買を繰り返すような株主の影響力が強い企業においては、経営者は近視眼的になる可能性が高いと指摘している。そこで、仮説 4 を設けるが、これは、仮説 3 と対応するものとなる。

仮説 4 少額の資金を投資する株主の所有割合が高い企業であるほど、目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性が高い。

仮説 3 についてであるが、90 年代を通じてこうした日本企業のガバナンス構造の特徴は変質している。ニッセイ基礎研究所の調査では、1990 年には市場全体の安定株主による株式保有比率が 45.57%であるのに対し、1999 年には 37.87%に低下しており（ニッセイ基礎研究所『株式

表1 サンプル企業の業種の分布

業種	サンプル数	業種	サンプル数	業種	サンプル数
水産・農林・鉱業	19 (0.52%)	石油製品	19 (0.52%)	電気機器	760 (21.18%)
建設	261 (7.29%)	ゴム製品	25 (0.69%)	輸送用機器	374 (10.42%)
食料品	168 (4.69%)	ガラス・土石	93 (2.60%)	精密機器	131 (3.65%)
繊維製品	100 (2.78%)	鉄鋼	68 (1.91%)	その他製品	118 (1.56%)
製紙・パルプ	37 (1.04%)	非鉄金属	87 (2.43%)	電力・ガス	56 (1.74%)
化学	566 (15.08%)	金属製品	44 (1.22%)	サービス	62 (3.30%)
医薬品	212 (5.90%)	機械	355 (9.90%)	卸売・小売	31 (0.87%)
				合計	3,586 (100%)

持ち合い状況調査 2000 年度版』), 安定株主が存在するという特徴が失われているとはいえないものの, 90 年代を通じて低下傾向にあるのは事実である. そこで, 全期間をプールした分析に加えて, 期間を区切った分析を行うことにする.

3 リサーチデザイン

3.1. サンプルセレクションと検証で用いるデータ

検証期間は 1992 年から 1998 年までとしⁱⁱ, サンプルは以下の条件を満たす企業とした. なお, 同一企業についても年度が異なれば別個のサンプルとして取り扱う.

- (1) 東京・大阪・名古屋のいずれかの証券取引所に上場している一般事業会社であること
- (2) 各サンプルについて前 3 年にわたり決算期の変更を行っていないこと
- (3) 東洋経済新報社が発行している『東洋経済 統計月報』において研究開発費のデータが公表されていること
- (4) その他分析に必要なデータが収集可能であること

さらに, 本研究では, 研究開発活動が事業活動において相当程度の重要性を有していることが前提となるため, 次の条件を含めることとする.

- (5) 研究開発費を各年で 5 億円以上かつ売上高の 0.5% 以上計上していることⁱⁱⁱ.

これらの基準でサンプルを選択した結果, サンプル数は 3,586 となった^{iv}. なお, 表 1 は, サンプル企業の業種の分布について示している. 研究開発投資の規模を重視した結果として, 製造業, とりわけ化学, 電気機器産業等の企業が多いことがうかがえる.

検証で用いるデータのうち, 経営者ならびに安定株主の所有割合に関するデータは, 主に東洋経済新報社が発行している『企業系列総覧』の各年のデータを, GDP は日経 NEEDS のマクロデータベースを用いた. また, 研究開発投資のデータは, 東洋経済新報社が発行している『東洋経済 統計月報』の研究開発費調査^vを, その他の財務データについては日本開発銀行 (現 日本政策投資銀行) が発行している企業財務データバンクの個別財務諸表データから収集した. なお, 『東洋経済 統計月報』の研究開発費調査は, 上場企業および店頭公開企業に対して行われる記入調査であり, 研究開発費は「新製品, 新技術, 試験・開発, 研究のための人件費, 原材料費, 有形固定資産の購入費およびその他の経費の合計額」として定義されている^{vi}. なお, 研究開発費を繰延資産として計上している企業については, 繰延資産として計上された金額を研究開発投資額から控除することによって, 研究開発投資のうち, 当期の損益に影響を及ぼす金額を推定した^{vii}.

3.2. 検証するモデルと変数の特定化

3.2.1. モデル

本稿は、企業のガバナンス構造が、「目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性」に影響を及ぼしているかについて検証することを目的としている。しかしながら、実際に削減を行うかどうかは、目標利益と研究開発投資を計上する前の利益（研究開発投資控除前利益）の乖離の大きさによって異なると考えられる。そこで、Bushee (1998) で行われたように、検証サンプルを目標利益と研究開発投資控除前利益の関係によって SD (Small Decrease), LD (Large Decrease), IN (Increase) という 3 つのサブサンプルに分割して分析する。

SD は、研究開発投資控除前利益が前期よりも減少しており、かつその減少額が前期の研究開発投資よりも小さい企業である。このタイプの企業は、当期において前期よりも研究開発投資を削減することによって目標利益を達成することができ、目標利益を達成するために研究開発投資の削減を図る可能性がもっとも高いと考えられる。SD に分類される企業が、分析の主要な対象となるものである。次に、研究開発投資控除前利益が前期よりも減少し、かつその減少額が前期の研究開発投資よりも大きい企業を LD とする。LD に分類される企業は、前期よりも研究開発投資を削減しても目標利益を達成することができない企業であり、SD と比べて研究開発投資の削減が行われる可能性が低いと考えられる。最後に IN は、研究開発投資控除前利益が前期よりも増大している企業であり、ここに分類された企業は、基本的には研究開発投資を削減する可能性が低いと考えられる。以上のように、分析の主要な対象は SD サンプルであり、LD ならびに IN は、SD に対するベンチマークとして位置づけられる。

ところで、目標利益について、(1) 経営者がどういった水準（金額）の利益を目標としているのか、そして、(2) どの段階の利益（経常利益、当期純利益 等）を目標としているのかについて考えることが必要となる。首藤 (2000) は、日本企業の利益数値制御の全体的な傾向を分析し、前年度の利益水準を下回ること（すなわち減益）および赤字の計上を回避する傾向があることを見いだしている。本稿で取り扱うサンプル企業において、著しく業績が悪化している企業は少数であることから、減益を回避、すなわち前年度の利益水準を目標としていると仮定することは、ある程度妥当性を有すると考える^{viii}。また、これまで、多くの実証研究では、経常利益と当期純利益が分析対象とされてきたことから、本稿でも両者について分析を行った。ただし、両者の結果に顕著な差が見いだされなかったことから、経常利益を用いた結果のみについて報告する。

表 2 では、SD, IN, LD の各サブサンプルに分類された企業が、研究開発投資を削減しているかどうかを示している。ここでは、研究開発投資控除前利益が減少している SD ならびに LD サンプルに属する企業は、IN サンプルに比べて研究開発投資を削減する可能性が高いことが示唆されており、こうした結果は日本企業の企業業績と研究開発投資の関係を分析した岡部 (1994) の結果と首尾一貫している。

表 2 検証サンプルの概要

	SD サンプル	IN サンプル	LD サンプル	合計
研究開発投資を削減している	876 (63.8%)	529 (28.20%)	212 (62.72%)	1,617
研究開発投資を増加させている	496 (36.2%)	1347 (71.80%)	126 (37.28%)	1,969
合 計	1,372 (100%)	1,876 (100%)	338 (100%)	3,586

次に、各サブサンプルについて、式 (1) で示されるロジット回帰モデルのもとで、係数 ($\beta_0 \sim \beta_9$) の推定を行う^{ix}。なお、変数、変数の定義、そして予測される係数の符号は、表3において示した。

$$CUTRD = \beta_0 + \beta_1 PCRD + \beta_2 CSALES + \beta_3 CGDP + \beta_4 DIST + \dots (1) \\ \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 OWN + \beta_8 STAB + \beta_9 PE + \varepsilon$$

$CUTRD$ = 研究開発投資を削減していれば 1, 削減していなければ 0 とするダミー変数

$PCRD$ = 前年度における研究開発投資の変化額 $CSALES$ = 売上高の変化額

$CGDP$ = GDP の変化額 $DIST$ = 目標利益と研究開発投資控除前利益の乖離

$SIZE$ = 総資産額 LEV = 負債比率

OWN = 経営者が実質的に発行済株式総数の 10% 以上を保有している企業であれば 1, 保有していない企業であれば 0 とするダミー変数。

$STAB$ = 安定的な株主 (法人および金融機関) の所有割合 PE = 浮動株の比率 ε = 誤差項

3.2.2. 被説明変数

被説明変数として導入される $CUTRD$ は、研究開発投資を削減しているかどうかについてのダミー変数であり、前年度と比較して研究開発投資を削減していれば 1, 削減していなければ 0 が割り当てられる。

3.2.3. コントロール変数

$PCRD$, $CSALES$, $CGDP$, $DIST$, $SIZE$ は、本稿で検証する企業のガバナンス構造以外に、研究開発投資の削減に関係すると考えられる要因をコントロールするための変数である^x。

$PCRD$ は前期の研究開発投資の変化 (2 期前から 1 期前までの変化) であり、企業の投資機会集合あるいは成長機会の変化についての代理変数となるものである。一般的に、研究開発投

本稿で分析する変数 (および係数の予測符号) とその定義

変数 (係数の予測符号)	定義
被説明変数	
研究開発投資の削減 ($CUTRD$)	$RD_t - RD_{t-1} < 0$ であれば 1, $RD_t - RD_{t-1} > 0$ であれば 0
コントロール変数	
前年度の研究開発投資の変化 ($PCRD$) (-)	$\ln(RD_{t-1}) - \ln(RD_{t-2})$
売上高の変化 ($CSALES$) (-)	$\ln(SALES_t) - \ln(SALES_{t-1})$
国内総生産の変化 ($CGDP$) (-)	$\ln(GDP_t) - \ln(GDP_{t-1})$
目標利益からの乖離 ($CDIST$) (+)	$(EBTRD_t - EBTRD_{t-1}) / RD_{t-1}$
企業規模 ($SIZE$) (-)	$\ln(ASSET_t)$
企業のガバナンス構造に関連する変数	
負債比率 (LEV) (+)	$DEBT_t / ASSET_t$
所有者支配型企业かどうか (OWN) (-)	経営者が実質的に所有する株式が発行済株式総数の 10% 以上であれば 1, 10% 未満であれば 0
安定株主の持株比率 ($STAB$) (-)	金融機関および事業法人の持株数 / 発行済株式総数
個人株主の持株比率 (PE) (+)	浮動株数 / 発行済株式総数

RD = 研究開発投資 $SALES$ = 一株あたりの売上高 GDP = 国内総生産

$EBTRD$ = 研究開発投資控除前の経常利益水準 $ASSET$ = 資産総額 $DEBT$ = 負債総額 t = 分析年度

* 不均一分散の問題がある変数については自然対数をとっている ($\ln(\cdot)$ で示される) ^{xi}

資は固定費的な性格が強いとされる。したがって、企業の投資機会集合が減少傾向にあり、前期において研究開発投資が削減されている場合は、当期においても研究開発投資を削減する可能性が高いと考えられる。そこで、*PCRD* が大きい場合、投資機会集合が大きいと考えられることから、当期において研究開発投資を削減する可能性が低くなると考えられ、*PCRD* に対する係数 β_1 は負となることが予想される。

CSALES および *CGDP* は、研究開発投資の決定に影響を及ぼすと考えられる経済環境を表 3 コントロールするために導入される。*CSALES* は前期からの一株あたり売上高の変化であり、ミクロレベルでの企業の成長性、ならびに研究開発投資における資金の利用可能性を示す変数である^{xii}。*CSALES* が高い場合には、企業の業績が好調であることから、近視眼的行動がとられる可能性が低くなると考えられる。また、*CGDP* は前年度からの GDP（国内総生産）の変化を示し、マクロ経済全体の成長の程度を示すものである。*CGDP* の値が大きいほど、経済全体の成長の程度が高いことを示し、企業はより多くの研究開発投資の機会に直面していると考えられる。以上から、*CSALES* および *CGDP* についての係数 β_2 ならびに β_3 は負となると予想する。

DIST は、目標利益（前期の経常利益）と研究開発投資控除前利益の乖離を示すベンチマークであり、前期と当期の研究開発投資控除前利益の差額を、前年度の研究開発投資で除した値として定義する（表 3 参照）。*DIST* は、定義から、SD サンプルの企業においては -1 から 0 までの値を、LD サンプルにおいては -1 よりも小さい値を、IN サンプルにおいては 0 よりも大きい値をとることになる。したがって、*DIST* の値が負であっても、その値が大きい（すなわち 0 に近い）場合には、目標利益を達成するために研究開発投資をほとんど削減する必要はないが、値が小さい場合には、研究開発投資を削減する必要性が高くなる。*DIST* の係数 β_4 は正であると予想する。

SIZE は総資産額によって示される企業規模の変数である。一般に、企業規模が大きいほど、企業に対する外部利害関係者の情報の利用可能性が高くなるため、研究開発投資を削減することによる評判の低下の影響が大きい (Bushee, 1998)。その結果、規模が大きい企業ほど、研究開発投資を削減する可能性は低くなると考えられる。このことから、*SIZE* に対する係数 β_5 は負となることが予想される。

3.2.4. 企業のガバナンス構造に関する変数

LEV, *OWN*, *STAB*, *PE* は、第 2 節で示した仮説 1~4 を検証するために導入する、企業のガバナンス構造に関する変数である。

LEV は、利益数値制御に向かう可能性を高める、明示あるいは黙示の負債契約についての代理変数として導入するものである。これまで、負債契約の代理変数として、様々な変数が用いられてきたが、ここでは具体的に負債比率を用いることとし、負債性引当金を除く総負債額を総資産で除して算定した。仮説 1 より *LEV* の係数 β_6 は正となると予想する。

OWN は経営者の株式所有を示す変数である^{xiii}。一般に、経営者の所有割合はきわめて低い企業が多く、また分布も極端に偏ったものであることから、*OWN* を経営者の所有割合とするのではなく、所有者支配型企業を「実質的な経営者の持株比率が 10%以上である企業」とし、該当企業を 1 とするダミー変数を割り当てた。仮説 2 から *OWN* の係数 β_7 は負であることが予想される^{xiv}。

STAB は、安定株主による所有割合である。安定株主の企業に対する影響力は、各時点または各企業の状況を反映すると考えられ、これを一律に定義することは困難である。そこで、日本

の安定株主の代表的な主体である金融機関ならびに事業法人による持株は全て安定的なものであると仮定する。なお、商事法務研究会の「株買い占め・安定株主に対する実態調査」(1992年実施)によれば、上場企業を対象としたアンケートの回答で過半数の企業が自社の株主の60~70%を安定株主と考えているのに対し、本稿における同年のサンプル企業の *STAB* の平均値(次節参照)は、70.46%であることから、本稿の変数の定義は妥当性を有するものであると考える。*STAB* の係数 β_8 は、仮説3から負であると予想する。

最後に、*PE* は少額投資家の所有割合であり、発行済株式総数に占める浮動株の比率として定義される。浮動株とは、1単位以上50単位未満の株式を保有する株主による持株であり、少額の資金を投資する株主によって保有される株式である。仮説4から *PE* の係数 β_9 は正となると予想される。

4 検証結果^{xv}

4.1. 基本統計量

表4(パネルA)では、分析に用いる変数のサブサンプルごとの基本統計量を示した。さらに、分析の中心となるSDサンプルについては、研究開発投資を削減している企業(*CUTRD*=1)と削減していない企業(*CUTRD*=0)に分割して報告している(同パネルB)。

SDにおける分析で、*PCRD*、*CSALES* の平均値に有意差が観察されたことは、研究開発投資の削減が、企業の当期ならびにそれ以前の業績の水準と関係していることを示唆しており、これは、岡部(1994)の結果と首尾一貫している。この結果は、以下の分析において、これらの変数を含めて分析しなければならないことを示している。

4.2. 全期間を通じた分析

表5は、1992年から1998年までをプールした分析の結果である。負債への依存度が高い企業は、目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性が高いと予想したことから(仮説1)、*LEV* の係数 β_6 は正と予想される。目標利益を達成するインセンティブが強いと考えられるSDサンプルにおいて、係数 β_6 が有意に正となっている点は予想通りの結果であった^{xvi}。

仮説2では、所有者支配型企业においては目標利益を達成するために研究開発投資を削減する可能性が低いと予想した。しかし、*IN* および *LD* の各サブサンプルについて、変数 *OWN* の係数 β_7 は有意に負となったが、もっとも研究開発投資を削減する可能性が高いSDサンプルについては有意な変数とはならず、仮説が支持されたとはいえない。これは、経営者による株式保有が近視眼的な行動を抑止する要因とはならないことを意味する。他方、本稿の主たる関心事ではないものの、*LD* サンプルにおいて、*OWN* が負の有意な変数となったことは、所有者支配型企业においては、研究開発投資を削減しても減益を回復できない状況下で研究開発投資の削減を行わないことを意味している。このことから所有者支配型企业における経営者は、経営に関する自由度が大きく、そもそも目標利益を達成するインセンティブが弱いと解釈することも可能である。

経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造
－研究開発投資水準の決定をめぐって－

表 4 基本統計量

		パネル A サブサンプルごと			パネル B SD サンプルについて		
変数(予測符号)	(サンプル数)	SD (1372)	IN (1876)	LD (338)	CUTRD=1 (876)	CUTRD=0 (496)	平均値の差
CUTRD	平均値	0.638	0.282	0.627			
	標準偏差	0.000	0.450	0.484			
PCRD (－)	平均値	0.028	0.029	-0.004	0.024	0.036	-0.012**
	標準偏差	0.176	0.206	0.218	0.153	0.217	
CSALES (－)	平均値	0.003	0.048	-0.094	-0.010	0.027	-0.037**
	標準偏差	0.067	0.087	0.124	0.066	0.068	
CGDP (－)	平均値	0.008	0.010	0.007	0.008	0.009	-0.001
	標準偏差	0.015	0.016	0.015	0.015	0.016	
DIST (+)	平均値	-0.388	0.660	-2.630	-0.368	-0.424	0.056**
	標準偏差	0.252	3.184	6.605	0.247	0.262	
SIZE (－)	平均値	11.775	11.846	12.097	11.738	11.841	-0.103
	標準偏差	1.252	1.192	1.182	1.236	1.280	
LEV (+)	平均値	0.464	0.500	0.559	0.486	0.425	0.061**
	標準偏差	0.193	0.199	0.220	0.195	0.190	
OWN (－)	平均値	0.138	0.183	0.216	0.124	0.164	-0.040**
	標準偏差	0.359	0.387	0.412	0.370	0.340	
STA (－)	平均値	0.648	0.670	0.673	0.625	0.689	-0.064**
	標準偏差	0.122	0.124	0.122	0.127	0.113	
PE (+)	平均値	0.247	0.252	0.259	0.261	0.223	0.038*
	標準偏差	0.121	0.127	0.123	0.124	0.117	

**は平均値の差の検定の結果 $p < 0.01$ であること、*は $p < 0.05$ であることを示す。

仮説 3 は、安定株主による所有割合が高い場合、研究開発投資の削減が行われる可能性は低いとするものである。STAB の係数 β_8 は、SD サンプルについてのみ有意に負となっており、仮説が支持されたといえる。他方、LD サンプルについて STAB の係数 β_8 をみると、有意に正となっており、研究開発投資の削減が行われる可能性が高いことを示している。LD サンプルにカテゴライズされる企業は、他のサブサンプルよりも業績が低迷している（ROA の平均値をみると、SD が 2.74%、IN が 4.65% であるのに対し、LD は 1.43%）。このことをあわせると、安定株主の所有割合が高くても、企業業績が低迷している場合には、経営者は研究開発投資を削減していると考えられる。すなわち、業績低迷時には安定株主と企業（あるいは経営者）の関係が変化し、必ずしも経営者の自由度を認めるものとなっていないことを示唆している。

最後に、仮説 4 についてであるが、PE の係数 β_9 は、SD サンプルはもとより、他のサブサンプルにおいても、符号は予想通りであったものの、有意な係数とはならなかった。これは、研究開発投資の削減に関する経営者の決定に対し、少額投資家が特段の影響を及ぼすものではないことを示唆している。企業経営には関心を有さず、短期売買を繰り返すことが多いとされる日本の少額投資家（とりわけ個人株主）のあり方を考慮すると、この結果が、ある程度妥当性を有するものであると考えられる。

表5 検証結果 (1992年～1998年)

$$CUTRD = \beta_0 + \beta_1 PCRD + \beta_2 CSALE + \beta_3 CGDP + \beta_4 DIST + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 OWN + \beta_8 STAB + \beta_9 PE + \varepsilon$$

サンプル 変数(予測符号)	SD 係数	IN 係数	LD 係数
切片	-1.242	-2.130 *	-1.036
PCRD (-)	-0.948 **	-0.750 **	0.610 *
CSALES (-)	0.167	-1.370 *	-2.822 **
CGDP (-)	-11.832 **	-8.788 **	-3.336 *
DIST (+)	1.390 **	-1.150 **	1.024 **
SIZE (-)	0.236	0.069	-0.055
LEV (+)	0.504 **	0.573 **	1.117
OWN (-)	-0.020	-0.226 **	-0.282 **
STAB (-)	-0.061 *	0.010	0.076 *
PE (+)	0.023	0.017	0.019
R ²	7.1%	5.1%	5.9%
サンプル数	1372	1876	338

**は $p < 0.01$, *は $p < 0.05$ を示す。

表6 期間を分割した検証結果

$$CUTRD = \beta_0 + \beta_1 PCRD + \beta_2 CSALE + \beta_3 CGDP + \beta_4 DIST + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 OWN + \beta_8 STAB + \beta_9 PE + \varepsilon$$

サンプル 変数(予測符号)	1992年～1995年 (1893社)			1996年～1998年 (1693社)		
	SD 係数	IN 係数	LD 係数	SD 係数	IN 係数	LD 係数
切片	-0.589	-2.809 *	-1.476	-1.903	-2.168	-1.056
PCRD (-)	-0.752 **	-0.792 **	0.666 *	-0.785 **	-0.777 **	0.796
CSALES (-)	-0.065	-2.396 *	-4.402 **	-0.226	-0.307	-0.456
CGDP (-)	-9.555	-7.772 **	-2.522	-12.622 *	-9.452 **	-3.356 *
DIST (+)	1.278 **	-1.152 **	1.788 **	1.398 **	-0.742 *	0.478
SIZE (-)	0.117	0.045	0.024	0.226	0.125	-0.152 **
LEV (+)	0.909 **	0.972 **	1.742	0.725 **	0.665 **	1.284
OWN (-)	-0.085	-0.145 **	1.521 **	0.025	-0.264 *	0.954 *
STAB (-)	-0.091 **	0.008	0.075 **	-0.021	-0.006	-0.001
PE (+)	0.027	-0.081	0.042	0.027	0.049	0.018
R ²	8.4%	11.5%	7.5%	6.5%	3.5%	4.4%
サンプル数	842	840	211	530	1036	127

**は $p < 0.01$, *は $p < 0.05$ を示す

4.3. 期間を区切った分析

第1節で述べたとおり、90年代を通じて日本企業のガバナンス構造は大きく変化しており、仮説で取りあげた諸要因が経営者の近視眼的行動へ及ぼす影響についても変化していると考えられる。そこで、分析期間の前半（1992年～95年）と後半（1996年～98年）にサンプルを区切って検証を行った（表6）^{xvii}。

分析期間の前半と後半で、ほとんどの変数については、有意水準に変化が見られる程度で顕著な相違がなかったのに対し、大きく結果が異なったのが *STAB* である。1992年～95年においては、*STAB* は「全期間を通じた分析」と同様、有意な説明変数であったが、1996年～98年の期間では、符号は予測通りであるものの、有意性が見いだされなかった。この結果は、安定株主による株式保有という、近視眼的行動を抑止するメカニズムの機能が、分析期間の後半では、低下していると解釈することも可能である^{xviii}。

5 要約と今後の課題

本稿では、実証会計理論 (Positive Accounting Theory) のフレームワークに依拠しつつ、経営者の研究開発投資に関する近視眼的行動と企業のガバナンス構造の関係について分析した。1992年から98年までを検証期間とし、(1) 負債比率が高い場合には、近視眼的行動をとる可能性が高いこと、(2) 日本におけるガバナンス構造の特徴とされる、安定株主による所有割合が高い場合、経営者の近視眼的行動が抑止される可能性が高いという知見を得た。しかし、(2) について、分析期間の前半（1992年～95年）においては、その傾向が観察されるが、後半（1996年～98年）では観察されず、日本企業のガバナンス構造の特徴である安定株主の存在が、近視眼的行動を抑止するメカニズムとして効果的ではなくなりつつあることが見いだされた。

本研究の問題点として以下の点があげられる。まず、分析では、様々な制約から、ガバナンス構造について、事業法人・金融機関を安定株主と考えるといった単純化された仮定のもとで分析を行っているが、ガバナンス構造の理論をふまえ、より実態にあった枠組みを構築することが必要である。また、変数の特定化において、データ収集の制約から、信頼性にやや問題のある変数を用いている（研究開発投資のデータなど）。この点についても、今後、自らのアンケート調査、ヒアリング等を通じてより精緻なものとする必要があると考える。さらに、分析は研究開発投資に関する会計基準の改訂が行われる以前のデータによるものであるが、この改訂が及ぼす影響についても検討することが必要である。

Porter (1992) は、企業における投資の決定にあたり、マクロ経済環境および個々の投資案件といった要因だけではなく、企業と企業外部の利害関係者の関係が重要な要因となると指摘している。本稿の結果は、この点を示唆したものであり、研究開発活動をめぐる管理会計の議論に対し、新たな視点を供するものであると考える。これまで研究開発投資の管理の問題は、企業内部の資源配分のコンテキストからの分析がほとんどであったが、本稿の分析結果は、企業外部の利害関係者との関係をふまえることも重要であることを示唆している。例えば、IRの拡充とりわけ研究開発投資を含めた企業内の会計情報の外部利害関係者への提供の問題は、重要なテーマとなると考える。こうした課題については、稿をあらためて取り組んでいきたい。

謝 辞

本稿の作成にあたり、匿名のレフェリー委員の先生方より貴重な改善のコメントをいただきました。ここに記して感謝の意を表します。

注

- ⁱ ここで指摘した以外にも、エージェンシーモデルの分析で、砂川 (1999)も同様の分析を行っている。
- ⁱⁱ 1998 年については、分析時点において1～3 月を決算月とする企業のデータのみが入手可能であったことから、4 月～12 月を決算月とする企業は、サンプルから除外されている。
- ⁱⁱⁱ 本研究サンプルの売上高研究開発費比率の平均値は4.4%である。
- ^{iv} 各年のサンプル数は次のとおり。1992 年(384)、1993 年(522)、1994 年(489)、1995 年(498)、1996 年(525)、1997 年(592)、1998 年(576)。
- ^v 具体的な出典は、『東洋経済 統計月報』、1999 年8月号、1998 年8月号、1997 年8月号、1996 年6月号、1995 年6月号、1994 年6月号、1993 年6月号、1992 年3月号である。
- ^{vi} 東洋経済新報社『東洋経済 統計月報』編集部から回答を得た。
- ^{vii} ここで、有価証券報告書のデータではなく『東洋経済 統計月報』のデータを用いたのは、新たな「研究開発費等に係る会計基準」が設定される以前の基準にもとづいて作成された有価証券報告書の研究開発費のデータは、その対象となる範囲が必ずしも明確ではなく、企業間の比較可能性が阻害されていることが指摘されているからである(例えば、企業会計審議会、「研究開発等に係る会計基準の設定に関する意見書」[1998 年3月13日] および 松尾・柴, 1999, 108-109 頁)。
- ^{viii} Bushee (1998) も同様の仮定を置いている。なお、損失計上企業は全サンプル (3,586)の7.4% (264) である。
- ^{ix} 式 (1) における各変数は、サンプルごとのものであるが、そのことを示す添え字は省略した。
- ^x これらの変数は Berger (1993) および Bushee (1998) を参考にして導入している。
- ^{xi} Maddala (1992) を参照のこと。
- ^{xii} 規模の影響を排除するために、Bushee (1998) と同様に一株あたりの売上高とした。
- ^{xiii} ここで、経営者が保有する株式とは次の条件を満たすものとする、(1) 代表権を有する取締役が保有している、(2) 代表権を有する取締役の親族と推定される者が保有している、(3) 代表権を有する取締役が経営するいわゆる資産管理会社などが所有する。また、この推定では、主に東洋経済新報社の『企業系列総覧』、『大株主総覧』、『会社四季報』(『大株主総覧』は1992～94 年度版)、日本経済新聞社の『会社情報』の各年度版を参照した。
- ^{xiv} Dhaliwal et al. (1982) と同様の区分を用いている。
- ^{xv} 本稿の分析は TSP を用いて行った。
- ^{xvi} LD サンプルにおいても負に有意な変数となっていることから、必ずしも目標利益を達成するために近視眼的行動がとられていないと解釈することも可能である。
- ^{xvii} サブサンプル LD のサンプル数が僅少であり、年度ごとの分析が困難であることから、こうした分析を行った。
- ^{xviii} 変数 STAB は、分析期間を通じて低下傾向にあることにも留意しなくてはならない (1992

年から 95 年のサンプルの平均値が 69.11%であるのに対し、1996 年から 98 年まででは 65.82%である)。

参考文献

- Bange, M. M., and De Bondt, W. F. M. 1998. R&D Budgets and Corporate Earnings Targets. *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.
- Berger, P. G. 1993. Explicit and Implicit Tax Effects of the R&D Tax Credit. *Journal of Accounting Research* 31 (2): 131-171.
- Bushee, B. J. 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review* 73 (3): 305-33.
- Dhaliwal D. S., L. S. Gerald, and E. D. Smith. 1982. The Effect of Owner Versus Management Control on the Choice of Accounting Method. *Journal of Accounting and Economics* 4 (1): 41-53.
- 深尾光洋・森田泰子. 1997. 『企業ガバナンス構造の国際比較』(日本経済新聞社)。
- 木村史彦. 1998. 「企業の所有構造と経営者の会計行動」大阪大学経済学 48-1: 88-105.
- Maddala, G. S. 1992. Introduction to Econometrics (Second Edition). Prentice Hall. 和合肇 訳 1996. 『計量経済分析の方法 (第 2 版)』(シーエーピー出版)。
- 松尾幸正・柴健次編. 1999. 『日本企業の会計実態』(白桃書房)。
- 岡部孝好. 1994. 「会計情報のブーメラン効果と研究開発支出」JICPA ジャーナル 470: 23-27.
- Porter, M. E. 1992. Capital Disadvantage: America's Falling Capital Investment System. *Harvard Business Review*. September-October: 65-82. 中辻萬次訳. 1993. 「投資システム改革への提言」ダイヤモンド ハーバードビジネスレビュー Feb-Mar: 4-24.
- 首藤昭信. 2000. 「日本企業の利益調整行動」産業経理 60-1: 128-139.
- Stein, J. 1989. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *Quarterly Journal of Economics* 104: 655-669.
- 砂川伸幸. 1999. 「企業の近視眼的投資行動: 非対称情報とエージェンシー問題」国民経済雑誌 179-4: 87-96.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. 須田一幸 訳. 1991. 『実証理論としての会計学』白桃書房。