

令和 5 年 4 月 25 日現在

機関番号：32641

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2022

課題番号：16K17211

研究課題名（和文）証券発行による資金調達と利益マネジメントに関する実証分析

研究課題名（英文）Empirical Analyses of Earnings Management before Securities Issue

研究代表者

山口 朋泰（Yamaguchi, Tomoyasu）

中央大学・商学部・教授

研究者番号：50613626

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,000,000円

研究成果の概要（和文）：企業は株式や社債といった証券を発行して資金を調達する。株価や社債金利は証券を発行する直前の利益数値に影響を受けるため、経営者には利益を調整するインセンティブがある。そこで、日本企業を対象に、証券発行の直前期において経営者が利益を調整したか否かを検証した。分析の結果、公募増資、普通社債発行、転換社債発行の前年度に、経営者が利益を増やすために会計的裁量行動（会計上の操作）や実体的裁量行動（事業活動の操作）を実施したことが明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

経営者の利益マネジメント（会計基準の規定の範囲内で利益を調整する行動）は、会計上の操作による「会計的裁量行動」と事業活動の操作による「実体的裁量行動」に分類できる。このうち、先行研究は主として会計的裁量行動に着目してきたが、本研究は実体的裁量行動にも焦点を当て、証券発行前の利益マネジメントを包括的に解明している。実体的裁量行動は企業価値を毀損する恐れがあるため、当該行動の側面を明らかにした本研究の重要性は高いと言える。

研究成果の概要（英文）：Firms raise funds by issuing securities such as stocks and bonds. Since stock prices and bond interest rates are affected by earnings figures immediately before securities issue, managers have an incentive to manage earnings. This paper focuses on Japanese firms and examines whether managers manage earnings immediately before securities issue. I find that managers engage in accrual-based and real earnings management to increase earnings in the year prior to seasoned equity offerings, straight bond issues, and convertible bond issues.

研究分野：財務会計

キーワード：利益マネジメント 実体的裁量行動 会計的裁量行動 証券発行 公募増資 普通社債発行 転換社債発行

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 経営者はできるだけ高い株価や低い金利で資金を調達するために、株式や社債の発行直前に利益を増やす動機がある。特に日本では、証券発行による資金調達件数が増大しており、その背後で生じうる経営者による意図的な利益の調整(利益マネジメント)を包括的に解明することの重要性が高まっていた。

(2) 先行研究は、日本企業の経営者が公募増資や社債発行の前に利益増加型の利益マネジメントを実施したことを明らかにしている(桜井 2000; 首藤 2010)。しかし、先行研究は利益マネジメントの手段として会計方法の変更で利益を調整する「会計的裁量行動」に焦点を当てている。近年、事業活動の変更で利益を調整する「実体的裁量行動」に大きな注目が集まっており、会計的裁量行動よりも選好されているとの指摘もあり、研究の蓄積が必要であると考えた。

2. 研究の目的

(1) 本研究の目的は、公募増資や社債発行を実施した企業の利益マネジメントを分析することにある。具体的には、公募増資や社債発行の前年度において、経営者が利益増加型の利益マネジメントを実施するか否かを検証する。

(2) また、利益マネジメントの手段を会計的裁量行動と実体的裁量行動に分類し、証券発行前の会計的裁量行動と実体的裁量行動の水準を調査する。

3. 研究の方法

(1) 財務データや株価データを『NEEDS-FinancialQUEST』(日経メディアマーケティング)から入手した。また、『日経 NEEDS 企業ファイナンス関連データ』(日経メディアマーケティング)から時価発行増資、普通社債、転換社債の発行データを収集した。

(2) 会計的裁量行動の水準を推計するために Jones (1991) などで開発されたモデルを用いた。実体的裁量行動の水準を推計するために Roychowdhury (2006) が使用したモデルを用いた。

(3) 証券発行前に利益マネジメントが実施されたか否かを検証するために、会計的裁量行動や実体的裁量行動の水準を従属変数とし、証券発行前年度であることを示すダミー変数やコントロール変数を独立変数とした重回帰分析を行った。

4. 研究成果

(1) 表 1 は証券発行前の実体的裁量行動に関する回帰分析の結果である(山口 2021, p.222, 図表 9-4)。従属変数は実体的裁量行動に関する変数(abCFO, abDE, abPD, REM1, REM2)である。abCFO と abPD が高いほど売上操作や過剰生産といった実体的裁量行動で利益を増やしたことを示し、abDE が高いほど裁量的支出削減による実体的裁量行動で利益を増やしたことを意味する。REM1 は abCFO, abDE, abPD を合計した変数であり、REM2 は abDE と abPD を合計した変数である。なお、SIZE, MTB, NI はそれぞれ企業規模、成長性、業績が利益マネジメントに及ぼす影響をコントロールする変数である。

(2) 時価発行増資の前年度を示すダミー変数(SE0)の係数は、実体的裁量行動に関するいずれの従属変数についても統計的に有意ではなかった。普通社債発行の前年度を示すダミー変数(BOND)の係数は、従属変数が abCFO の時に統計的に有意な正の値であった。この結果は、普通社債発行の前年度に、経営者が売上操作や過剰生産といった利益増加型の実体的裁量行動を実施したことを示唆する。転換社債発行の前年度を示すダミー変数(CON_BOND)に関する係数は、実体的裁量行動に関するいずれの従属変数についても統計的に有意な正の値を示していた。この結果は、転換社債発行の前年度に、経営者が売上操作、裁量的支出削減、過剰生産といった利益増加型の実体的裁量行動を実施したことを示唆している。

(3) 表 2 は証券発行前の会計的裁量行動に関する回帰分析の結果である(山口 2021, p.225, 図表 9-6)。従属変数は会計的裁量行動に関する変数(abACC)である。abACC を推計するためのモデルとして、本研究ではジョーンズ・モデル(Jones 1991)、修正ジョーンズ・モデル(Dechow et al. 1995)、CFO ジョーンズ・モデル及び CFO 修正ジョーンズ・モデル(Kasznik 1999)を用いた。

(4) CFO ジョーンズ・モデルや CFO 修正ジョーンズ・モデルによる abACC を用いた場合、SE0 の係数は正で統計的に有意である。この結果は、公募増資の前年度に利益増加型の会計的裁量行動が実施されたことを示唆している。また、いずれのモデルによる abACC を用いても BOND と CON_BOND の係数はすべて有意な正の値を示している。この結果は、経営者が普通社債や転換社債の発行前年度に利益増加型の会計的裁量行動を実施したことを示唆している。

表 1 証券発行前の実体的裁量行動に関する回帰分析の結果

	abCFO	abDE	abPD	REM1	REM2
定数項	-0.000 (-0.82)	0.000 (0.15)	-0.001 (-0.31)	-0.001 (-0.30)	-0.001 (-0.18)
SIZE	0.000 (0.08)	-0.003*** (-3.22)	-0.002* (-1.77)	-0.005** (-2.25)	-0.005** (-2.37)
MTB	-0.002*** (-3.48)	-0.005*** (-4.30)	-0.017*** (-7.67)	-0.024*** (-6.88)	-0.022*** (-6.84)
NI	-0.430*** (-34.88)	-0.021 (-1.07)	-0.444*** (-12.28)	-0.906*** (-15.48)	-0.470*** (-8.72)
SEO	0.005 (1.54)	-0.002 (-0.34)	0.006 (0.60)	0.011 (0.77)	0.005 (0.38)
BOND	0.003*** (2.62)	-0.000 (-0.01)	0.004 (1.14)	0.007 (1.29)	0.004 (0.75)
CON_BOND	0.010*** (3.18)	0.007** (2.20)	0.022*** (3.83)	0.042*** (4.33)	0.029*** (3.51)
Adjusted R ²	0.147	0.013	0.063	0.077	0.044

注) N=26,917。***, **, *はそれぞれ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (両側検定)。t 値は企業ごとにクラスター補正した Rogers (1993) の標準誤差に基づいて計算し, カッコ内に表示している。各変数の定義については本文を参照されたい。

表 2 証券発行前の会計的裁量行動に関する回帰分析の結果

	abACC			
	ジョーンズ・ モデル	修正 ジョーンズ・ モデル	CFO ジョーンズ・ モデル	CFO 修正 ジョーンズ・ モデル
定数項	-0.005*** (-11.66)	-0.005*** (-11.91)	-0.005*** (-11.17)	-0.005*** (-11.38)
SIZE	-0.005*** (-15.66)	-0.005*** (-15.94)	-0.005*** (-17.11)	-0.005*** (-17.27)
MTB	0.000 (0.62)	0.001 (1.20)	0.000 (0.78)	0.001 (1.16)
NI	0.377*** (29.66)	0.407*** (32.76)	0.413*** (37.92)	0.437*** (40.22)
SEO	0.004 (1.15)	0.005 (1.53)	0.004* (1.68)	0.005** (2.20)
BOND	0.008*** (7.34)	0.009*** (7.59)	0.008*** (7.91)	0.008*** (8.02)
CON_BOND	0.008*** (2.78)	0.009*** (2.93)	0.009*** (3.62)	0.009*** (3.90)
Adjusted R ²	0.106	0.122	0.187	0.203

注) N=26,917。***, **, *はそれぞれ 1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (両側検定)。t 値は企業ごとにクラスター補正した Rogers (1993) の標準誤差に基づいて計算し, カッコ内に表示している。各変数の定義については本文を参照されたい。

< 引用文献 >

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. The Accounting Review 70 (2): 193-225.

Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.

Kasznik, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37 (1): 57-81.

Rogers, W. 1993. Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin* (13): 19-23.

Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.

桜井貴憲. 2000. 「公募増資企業における利益調整行動の実証研究 - 会計発生高の分析を中心として」 『東北学院大学論集経済学』 (145): 239-264.

首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整 - 理論と実証』 中央経済社.

山口朋泰. 2021. 『日本企業の利益マネジメント - 実体的裁量行動の実証分析』 中央経済社.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Yamaguchi Tomoyasu	4. 巻 29
2. 論文標題 Earnings management to achieve industry-average profitability in Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics	6. 最初と最後の頁 402 ~ 431
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1080/16081625.2020.1726188	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山口朋泰	4. 巻 16
2. 論文標題 連続増益の達成と実体的裁量行動	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 東北学院大学経営学論集	6. 最初と最後の頁 1-16
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山口朋泰	4. 巻 14
2. 論文標題 転換社債の発行と利益マネジメント	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 東北学院大学経営学論集	6. 最初と最後の頁 49-67
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山口朋泰	4. 巻 13
2. 論文標題 証券発行と利益マネジメント	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 東北学院大学経営学論集	6. 最初と最後の頁 25-38
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Masahiro Enomoto, Fumihiko Kimura, Tomoyasu Yamaguchi	4. 巻 -
2. 論文標題 A cross-country study on the relationship between financial development and earnings management	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Journal of International Financial Management & Accounting	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1111/jifm.12078	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Masahiro Enomoto, Tomoyasu Yamaguchi	4. 巻 36
2. 論文標題 Discontinuities in earnings and earnings change distributions after J-SOX implementation: Empirical evidence from Japan	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 Journal of Accounting and Public Policy	6. 最初と最後の頁 82-98
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jaccpubpol.2016.11.005	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計1件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 山口朋泰
2. 発表標題 日本企業の利益マネジメント
3. 学会等名 みずほ証券インサイト&カタリスト(IC)セミナー (招待講演)
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 山口 朋泰	4. 発行年 2021年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 276
3. 書名 日本企業の利益マネジメント - 実体的裁量行動の実証分析	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------