

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 6 月 10 日現在

機関番号：33919

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2010～20012

課題番号：22530501

研究課題名（和文）

公開企業の非公開化プロセスにおける経営者の会計行動についての実証的研究

研究課題名（英文）

An empirical study on accounting behaviors by the managers in the going-private process

研究代表者

田代 樹彦（TASHIRO TATSUHIKO）

名城大学・経営学部・教授

研究者番号：90268061

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、Management Buy Out (MBO) による上場企業の非公開化において経営者の利益管理行動を実証的に検証することにある。MBO では、現経営陣が企業内部者であるためにその利益相反行動が懸念されている。経営者は、買収者としてより低い株式買取価格を望む一方、被買収側の一般株主を代表する立場からはより高い方が望ましいからである。そこで、四半期財務データが利用できる 2009 年-2011 年の 135 件の MBO を対象とし、裁量的会計発生高によって検証を試みたが、利益管理行動の証拠を得ることはできなかった。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this research is to identify the earnings management by the managers of Japanese firms in the Management Buy Out (MBO) for going-private. The major problem of MBO is the conflict-of-interest transaction by the managers. The managers that are “Insider” as acquirer want to purchase at a price lower. On the other hand, higher purchase price is desirable for the managers as an agency. So, we investigate the earnings management by the managers prior to MBO using quarterly financial data and discretionary accruals. As a result, in our analysis, we are not able to obtain the evidence of the earnings management.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2011年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2012年度	1,100,000	330,000	1,430,000
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：会計学

科研費の分科・細目：会計学

キーワード：MBO 利益管理 裁量的会計発生高 利益相反取引

1. 研究開始当初の背景

これまで、M&A においては、被買収企業の評価、特に、株式の買取価格が大きな焦点

となっている。買収側からみれば、株式の買取価格はより低い方が望ましく、被買収側から見ればより高い方が望ましいからである。

また、M&A の中でも、Management Buy Out (MBO) においては、企業内部者が現経営陣

であるため、その利益相反行動が懸念されている。すなわち、現経営陣が買収者であるために、より低い価格で買収を行いたいと考える一方、被買収側である一般株主の利益の代表という立場にもあり、この観点からは、買収価格はより高い方が望ましいからである。

また、制度面においては、2006年5月1日に施行された会社法により、新たに導入された全部取得条項付種類株式を利用することで、以前前に比べてより容易に少数株主を排除するいわゆるスクィーズ・アウトが可能となった。そのため、M&Aに際して全株式を取得することなく完全子会社化を図ることがかのうとなり、MBOも含めて株式の非公開化を目的とするM&Aが増えてきている。

そして、MBOにおける利益相反取引に関しては、レックス・ホールディングスにおけるMBOの買収価格は裁判において争われるに至っている。すなわち、一般株主が、経営者が決定した株式買収価格が低すぎるとして訴訟を起し、一審、二審ではその判断が割れたものの、最高裁においては、当初の株式買収価格が公正なものではないと判断され、それを上方に是正する判決が示されている。

このように、経営者は、自らを利するために、裁量的会計行動、すなわち利益減少型の利益管理行動をとることが想定される。これが本研究の背景にある。

2. 研究の目的

上記のように、MBOにおいては、買収側にとつて経営者には、一般株主との利益相反取引を行う誘因が存在することが本研究の目的の背景にある。

実際、DeAngelo (1986)、Perry and Williams (1994)、Wu (1997)、Fisher and Louis (2008)といった米国の先行研究では、MBOに先立って経営者が利益減少型の利益管理行動をとることが示されている。しかし、MBOの資金調達先として外部の投資ファンドに大きく依存する場合、その利益管理行動が抑えられているという結果も得られている。

一方、我が国企業によるMBOを対象とした利益管理行動の検証を行った先行研究は乏しく、月岡(2011)では、利益減少型の利益管理行動の操作の可能性は見いだせるものの、統計的に有意な結果は得られていない。また、検証に当たって用いた財務データが年次データに止まっているという限界も存在している。

以上のことから、本研究では、我が国企業による非公開化を目的としたMBOにおいて、経営者が裁量的会計行動、とりわけMBOの公表に先立って、株式買収価格を低く抑えるた

めに利益減少型の利益管理行動を行っているか否かを実証的に検証することを目的としている。

3. 研究の方法

(1) 仮説の設定

MBOに限らず、企業再編に当たって最も重要なのが、被買収企業の評価である。この評価に当たっては多数の要素を考慮に入れる必要があり、またその方法には様々なものがある。ただし、被買収会社が上場企業の場合、原則的に当該会社の市場価格(株価)をベースにして決定される。この場合の株価としては、市場全体の状況、出来高の異常などの諸事情により、株式買収価格決定前3ヶ月間あるいは6ヶ月間の株価が使用されることもあるが、一般には決定前1ヶ月間の終値の単純平均株価が使用されることが多い。

このため、MBOにおいては、株式買収価格決定前における株価が低いほど、買収に要するコストが低くなることになる。しかも、利益が株価に影響を及ぼすことから、「MBOにおいて、買収コストを低く抑えるために、経営者は当該企業の株式価値(株価)を下落させるように利益を裁量的に減少させるという動機を持つ」と仮定することができる。そこで、本研究では以下の仮説を設定する。

H1: MBOの公表に先立って、経営者は裁量的に利益を減少させる。

(2) サンプルとデータ

サンプルは、まず、(株)レコフの提供するレコフM&Aデータベースに収録されている買収形態がMBOで、その目的が非公開化としたものであり、かつ、MBOの公表日が2011年末日までの事例を抽出した。さらに、財務データを用いて分析を行うため、被買収企業が上場企業であることを要件に加えた。その結果、135件が抽出された。

財務データは、日経Financial-Questを利用した。また、我が国の先行研究が年次データを利用しているのに対し、本研究では米国での先行研究と同じく四半期データを用いることとした。その結果、サンプルは43件から成る。

(3) 利益管理行動と裁量的会計発生高

本研究では四半期データを用いるため、MBO公表日を含む四半期ベースの会計期間を t_0 期とし、その直前の四半期を $t-1$ 期、以下、 $t-2$ 期、 $t-3$ 期・・・とし、この $t-1$ 期において利益減少型の利益管理行動が行われているか否かを検証する。

この利益管理行動の検証に当たっては、裁量的会計発生高を用いる。会計利益は営業キャッシュ・フローと会計発生高に分解される。この関係は、利益がキャッシュ・フローの裏付けがある利益と、キャッシュ・フローを伴わない収益・費用によって算定される利益である会計発生高からなることを意味している。本研究では、会計発生高を Kothari *et al.* (2005) に基づいて以下の式により算定した (Δ は対前期比での変動額を示す)。

総会計発生高 = Δ 非現金流動資産 - Δ 1 年以内に償還される長期債務を除く流動負債 - 減価償却費

総会計発生高は裁量的会計発生高と非裁量的会計発生高に分解される。非裁量的会計発生高は経営者の裁量によって操作することができない会計発生高である。そして、総会計発生高からこの非裁量的会計発生高を控除した部分を裁量的会計発生高とする。

一方、裁量的会計発生高は、経営者が裁量的に増減させることができる会計発生高であるため、この裁量的会計発生高によって経営者が利益を増減させることが可能となる。すなわち、裁量的会計発生高が有意に増えていけば利益増加型、減っていれば利益減少型の利益管理行動をとっていると推定できる。よって、この裁量的会計発生高によって利益管理行動を検証する。

裁量的会計発生高の推定方法としては、いくつかの方法が提唱されているが、本研究では、Jones モデル (Jones, 1991)、修正 Jones モデル (Dechow, Sloan and Sweeney, 1995)、及び CFO 修正 Jones モデル (Kaznik, 1999) の 3 つのモデルをベースに、Kothari *et al.* (2005) によるパフォーマンス・マッチド・モデルを用いている。

そして、各モデルの回帰式によって得られた回帰係数に基づいて、まず各期の非裁量的会計発生高を計算し、それを総会計発生高から控除して裁量的会計発生高を推計している。ただし、パフォーマンス・マッチド・モデルでは、3 つのモデルで求められた裁量的会計発生高をそのまま用いるのではなく、同業種、同決算期で、パフォーマンスの代理変数である ROA が最も近似する企業をペア・サンプルとしてその裁量的会計発生高を推計し、サンプルに含まれる企業とこのペア・サンプルの企業のそれぞれの裁量的会計発生高の差分をもって、検証に用いる裁量的会計発生高とする。これは、各モデルによって求められた裁量的会計発生高には業績変動等によって生じる部分が含まれるため、ROA が近似する企業の裁量的会計発生高を超える

部分こそ、当該企業が操作した会計発生高であると捉えるためである。

なお、回帰係数の推計は、クロスセクションによって行った。パフォーマンス・マッチド・モデルのペア・サンプルの決定に際しての ROA は当期利益 ÷ 総資産で算定し、前期の同一四半期のデータを用いてマッチングを行った。

4. 研究成果

裁量的会計発生高の検証結果は、MBO に先立つ $t-1$ 期ですべて正の値をとっており、仮説とは異なる結果となっている。また、平均の変化や差の検定等を行ったが、いずれの場合も、MBO に先だって利益減少型の会計行動をとっているという証拠は得られなかった。

さらに、サンプルを上場市場別に分割した場合、投資ファンドの関与の有無で分けた場合のいずれの場合も同様の結果であった。

また、前述の通り、上場企業の MBO では、株式買収価格は MBO 公表に先立つ数ヶ月間の平均価格に基づいて決定されることが多く、仮に一定のプレミアムを加算されているとしても、特に下落傾向にある期間の株価の平均に基づいて決定された株式買収価格に一般株主の不満がみられるようである。そこで、過去 1 年間の累積異常収益率 (CAR) に基づいてサンプルを分割し、CAR がマイナスの事例を対象にした分析も行った。なお、CAR は対マーケット・インデックスで計算した。この分析では、MBO に先立つ $t-1$ 期でマイナスの裁量的会計発生高を認めうるが、統計的には有意なものではない。

さらには、単純に株価を用い、MBO 決議日前日の株価と過去 1 ヶ月の平均株価、3 ヶ月の平均株価、6 ヶ月の平均株価を比較し、直近の株価が下がっているサンプルでのみで分析を行ったが、この場合もいずれも有意な結果を得ることができなかった。

以上の結果から、本研究で設定した、MBO に先だって経営者が利益減少型の利益管理行動をとるといふ仮説を支持する証拠は得られなかった。

この結果については、いくつかの解釈が可能であると思われる。

もっとも可能性が高いものと思われるのは、2007 年に経済産業省から公表された「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」の影響である。本指針では、前述のレックス・ホールディングスの事例などを受けて制定されたものでもあり、第三者委員会による株式買収価格の決定など、経営者が一般株主の利益を害さないような方策が示されて

いる。本研究のサンプルは、本指針公表後にMBOを実施したものであるため、仮説に示したような利益相反行動をとらなかったとも考えられるからである。

また、月岡(2011)と異なる結果に至った要因の一つには、分析対象となったサンプルの違いだけでなく、財務データの相違による分析対象期間の相違があるとも思われる。月岡(2011)の分析は年次データを用いているのに対し、本研究では四半期データを用いて、より短期の分析をしているからである。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計0件)

[学会発表] (計1件)

浅野敬志、石井康彦、中山重穂、田代樹彦「MBOにおける経営者の裁量的会計行動」日本会計研究学会・第71回大会・2012年8月31日・一橋大学

[図書] (計0件)

[産業財産権]

○出願状況 (計0件)

○取得状況 (計0件)

[その他]

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

田代 樹彦 (TASHIRO TATSUHIKO)

名城大学・経営学部・教授

研究者番号：90268061

(2) 研究分担者

浅野 敬志 (ASANO TAKASHI)

首都大学東京・社会(科)学研究科・准教授

研究者番号：30329833

石井 康彦 (ISHII YASUHIKO)

高千穂大学・商学部・教授

研究者番号：70305176

中山 重穂 (NAKAYAMA SHIGEHO)

愛知学院大学・商学部・准教授

研究者番号：80331635