

令和 4 年 6 月 28 日現在

機関番号：31302

研究種目：若手研究

研究期間：2018～2021

課題番号：18K12895

研究課題名（和文）格付取得と利益調整行動の実証研究

研究課題名（英文）The effect of accounting discretion on firms' credit ratings

研究代表者

古賀 裕也（KOGA, Yuya）

東北学院大学・経営学部・准教授

研究者番号：40780383

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究課題の目的は複数格付の役割を実証的に検証することである。第1に、本研究では投資適格格付と不適格の区分と利益マネジメントの関連性とその影響を調査した。検証の結果、BBB-とBB+を付与されている企業は、実体的利益マネジメントを実施していることが明らかになった。また、格付機関は単一格付の企業に比べ、複数格付が付与されている企業の利益マネジメントを格付評価において割り引いて評価していることがわかった。第2に、IFRS適用に着目し、複数格付が格付関連性にどのような影響を与えるのかを検証している。検証の結果、IFRS適用後に複数格付を有している企業は格付関連性が向上している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

本研究は複数格付の役割を明らかにしている点に学術的な意義がある。先行研究では格付機関間の競争が及ぼす格付に与える影響の結果は一貫していない。海外では2社以上の格付機関から格付を取得することが一般的であり、S&PとMoody'sのシェアが高い。本研究は単一格付の取得が一般的で、格付機関が5社存在する日本のセッティングを用いて、格付機関の競争の役割を明らかにしている点に学術的な意義を有している。

研究成果の概要（英文）：The aim of this research project is to examine the role of multiple ratings. First, this study examines whether the classification of investment-grade and speculative-grade impacts on earnings management. The results revealed that firms that were assigned BBB- and BB+ ratings implemented real earnings management. I also found that rating agencies discount the real earnings management of companies with multiple ratings in their rating evaluations compared to those with a single rating. Second, focusing on the voluntary adoption of IFRS, I examine how multiple ratings affect rating relevance. The results revealed that companies with multiple ratings have improved their credit rating relevance of accounting figures after IFRS voluntary adoption.

研究分野：財務会計

キーワード：格付 利益マネジメント 複数格付 経済的帰結

## 1. 研究開始当初の背景

格付機関は企業や債券の倒産リスクについての情報を伝達する資本市場の仲介者として重要な役割を担っている。格付機関が公表する格付情報について、米国を中心として先行研究の蓄積が行われている。

格付は投資家にとって有益な情報源であるものの、格付産業には根強い批判がある。なぜなら、格付機関間の競争が少なく、企業が格付の取得に対して報酬を支払っているためである(Becker and Milbourn, 2011; SEC, 2011)。格付産業の特性は、独占的な格付機関によって付される格付の質に疑義を生じさせている。格付機関の競争を増加させる1つの解決策は複数格付を取得することにある。しかしながら、複数格付が利益マネジメントなど好ましい格付を取得するための企業行動を見破り、格付の質を向上させるのかについて明確な実証的な証拠はない。

一般に複数格付の取得により、投資家は発行体に関するより多くの情報を入手することができ(Becker and Milbourn, 2011)、発行体に対するモニタリングが強化され(Morkoetter et al., 2017)、格付の質が向上すると期待される(Doherty et al., 2012; Strobl & Xia, 2012; Xia, 2014)。対照的に、先行研究のいくつかは複数格付の取得によって格付の質が低下すると主張している(Becker & Milbourn, 2011; Bolton et al., 2012)。なぜなら、格付機関間の競争が激化し、将来のレントが減少するため、格付機関が格付の質を向上させるための投資を行うインセンティブを弱めるためである。このように複数格付の有効性については異なる研究結果が存在している先行研究が蓄積されているアメリカやヨーロッパにおいては、格付市場で大きなシェアを有するS&PとMoody'sの2社から複数格付を取得することが一般的である。こうした状況において、発行体企業が複数格付の取得による他社との差別化することが困難であるため、(Doherty et al., 2012)、複数格付の効果を析出することは非常に難しいと考えられる。

一方で、日本にはアメリカやヨーロッパとは特徴の異なる格付市場が存在する。第1に、日本の格付市場に多様性があることである。日本では内閣総理大臣の登録を受けた格付機関(信用格付業者という)が、5社存在している。世界的には高いシェアを誇るS&PとMoody'sの日本の格付市場におけるシェアは相対的に小さいが、格付投資情報センター(以下、R&I)と日本格付研究所(以下、JCR)といったローカルな格付機関が高いシェアを有している(田中・石渡, 2016)。第2に、日本企業は特定の格付機関1社から格付(単数格付)を取得して社債を発行することが可能であり、半数以上の日本企業は単数格付のみを取得している(森田, 2010)。日本の状況下では、複数格付の効果を単数格付の取得企業と比較して観察することが可能となる。こうした背景から、米国や欧州を対象とした先行研究で明らかにされなかった複数格付の効果をより明確に観察できる可能性がある。

## 2. 研究の目的

本研究課題の目的は複数格付の役割を実証的に検証することである。具体的に以下の2つの検証課題について調査を行った。第1に、本研究では投資適格格付(BBB以上)と投資不適格(BB以下)の区分と利益マネジメントの関連性とその影響を調査した。第2に、IFRS適用に着目し、複数格付がIFRS適用後の会計数値の格付関連性にどのような影響を与えるのかを検証している。

## 3. 研究の方法

本研究は主にアーカイバルデータを用いた実証研究によって研究課題を調査した。

### (1) 投資適格格付と投資不適格格付の区分と利益マネジメントの関連性とその影響

本研究では利益マネジメントの代理変数としてKothari et al. (2005)に基づいて算定した異常会計発生高、Roychowdhury (2006)に基づいて算定した異常製造原価、異常裁量的費用、異常営業キャッシュフローを実体的裁量行動の代理変数としている。本研究では投資適格と投資不適格の格付区分において、BBB-とBB+の格付を付与された企業が他企業と比べて利益増加型の会計政策を行っている傾向がみられるかを検証している。加えて、利益増加型の利益マネジメントが格付水準にどのような影響を与えているかを分析している。格付あるいは格付変化を被説明変数とし、利益マネジメントの代理変数を説明変数とする順序プロビットモデルで、検証を行っている。また、複数格付によってその影響が緩和されるかを同モデルで検証している。

### (2) 複数格付とIFRS適用後の会計数値の格付関連性

本研究では会計数値に大きな変化のあるIFRS任意適用に着目し、複数格付が会計数値の格付関連性に与える影響を検証している。検証にあたってはIFRS導入企業をトリートメントサンプルとし、日本基準を適用している企業をコントロールサンプルとするDID分析を実施している。IFRS任意適用の自己選択バイアスを緩和させるため、2段階ヘックマンモデルと最近傍マッチングによってマッチングされたコントロールサンプルを用いている。分析モデルはWu and Zhang (2014)に基づき、格付水準を被説明変数、倒産リスクを代理する財務数値(負債比率、総資産利益率、インタレスト・カバレッジ・レシオ)を説明変数とする順序プロビットモデルを用いている。DID分析によってIFRS導入後の財務数値の格付関連性が高まるか、そして複数格付が単一格付で異なるかを検証している。

## 4. 研究成果

### (1) 投資適格格付と投資不適格格付の区分と利益マネジメントの関連性とその影響

本研究では投資適格格付(BBB以上)と投資不適格(BB以下)の区分と利益マネジメントの関

連性とその影響を調査した。検証の結果、BBB-とBB+を付与されている企業は、実体的利益マネジメントを実施していることが明らかになった。加えて、利益マネジメントが将来の格付水準にどのような影響を与えているのかを検証したところ、利益増加型の利益マネジメントは将来の格付を向上させる可能性があることを発見した。一方で、本稿は複数格付の取得はこうした格付水準への正の影響を減少させる。この結果は格付機関の競争が格付機関のモニタリングを高めるとい見解と一致している。本研究の結果は、複数（単数）格付が格付の質を向上（悪化）させている可能性があることを示唆している。

## 2) 複数格付と IFRS 適用後の会計数値の格付関連性

本研究は IFRS 適用に着目し、複数格付が格付関連性にどのような影響を与えるのかを検証している。IFRS 任意適用企業の会計上のデフォルトリスク指標[レバレッジ、ROA(資産収益率)、インタレスト・カバレッジ・レシオ]が信用格付により関連していることを発見する。また、IFRS の採用は、複数の格付けを持つ発行体の会計数値の信用関連性を高めることが分かった。これらの結果は、CRA 間の競争(すなわち、複数の格付け)がある場合、CRA が IFRS 情報を処理する努力を高めることを示唆している。これらの結果は、傾向スコアマッチング分析を用いて、IFRS 任意適用企業の体系的な特性に対してロバストであることが判明している。本研究は格付機関間の競争がある場合、IFRS の任意適用が格付関連性を改善することを見出した。この結果は、格付機関間の競争が IFRS 適用から生じる新しい会計情報を分析するインセンティブに正の影響を及ぼしていることを示唆している。

## 参考文献

- Becker, B., & Milbourn, T. 2011. How did increased competition affect credit ratings?. *Journal of Financial Economics*, 101, 493-514.
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. 2012. The Credit Ratings Game. *The Journal of Finance*, 67, 85-111.
- Doherty, N. A., Kartasheva, A. V., & Phillips, R. D. 2012. Information effect of entry into credit ratings market: the case of insurers' ratings. *Journal of Financial Economics*, 106, 308-330.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Morkoetter, S., Stebler R., & Westerfeld, S. 2017. Competition in the credit rating Industry: Benefits for investors and issuers. *Journal of Banking and Finance*, 75, 235-257.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Securities and Exchange Commission (SEC). 2011. Annual report on nationally recognized statistical rating organizations. Washington, DC: SEC.
- Wu, J. S., & Zhang, I. X. 2014. The adoption of internationally recognized accounting standards: Implications for credit markets. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 29, 95-128.
- Strobl, G., & Xia, H. 2012. The Issuer-Pay Rating Model and Ratings Inflation: Evidence from Corporate Credit Ratings. *Journal of Financial Economics*, 101, 493-514.
- Xia, H. 2014. Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies?. *Journal of Financial Economics*, 111, 450-468.
- 田中英隆・石渡明. 2016. 『格付価値の再認識と広がる投資戦略』日本経済新聞出版.
- 森田隆大. 2010. 『格付けの深層』日本経済新聞出版.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 2件）

1. 発表者名 Yuya Koga
2. 発表標題 Earnings management near investment- and speculative-grade borderline ratings and its effects on credit ratings: Evidence from Japanese firms with single or multiple ratings
3. 学会等名 42nd annual congress of the European Accounting Association (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Yuya koga, Jong-Hoon Kim
2. 発表標題 The effect of voluntary adoption of IFRS on the credit markets: evidence from Japan
3. 学会等名 19th Asian Academic Accounting Association (国際学会)
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔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
---------	---------