

科学研究費補助金研究成果報告書

平成 25 年 5 月 13 日現在

機関番号：32606

研究種目：基盤研究 C

研究期間：2009 ～2011

課題番号：21530474

研究課題名（和文） 日本の企業グループにおける利益調整の研究

研究課題名（英文） Earnings management of Japanese Business Group

研究代表者

金田 直之 (KANEDA NAOYUKI)

学習院大学・経済学部・教授

研究者番号：80344860

研究成果の概要（和文）：

本研究においては、当初の研究目的を拡張する形で研究を進め、上場子会社の非上場化の要因分析を行った。ロジスティック回帰分析において、財務レバレッジが高く、総資産に対する設備投資額が少なく、ROAが低いほど非上場化の可能性が高まることが判明した。PBRはロジスティック回帰分析において統計的に有意ではなかった。「親会社」は財務レバレッジが高くなった「子会社」について、その負債を「親会社」のバランスシートに移している可能性がある。

研究成果の概要（英文）：

We examine the driving factors behind going-private decisions for listed subsidiaries in Japan. In the logistic analysis, we find that higher leverage, lower capital expenditure to total assets and lower return on assets are significantly related to the probability of delisting event. Market-to-book ratio is not statistically significant in the logistic analysis. We do not find evidence that parent company takes advantage of the higher valuation. The parent company might want to put the extra debt of highly levered subsidiaries to parent's balance sheet to get the better debt contract.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2010 年度	400,000	120,000	520,000
2011 年度	100,000	30,000	130,000
年度			
年度			
総計	1,800,000	540,000	2,340,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：会計学、経営学、利益調整

1. 研究開始当初の背景

上場企業における経営を考える際に株式市場の影響を避けてとおることはできない。90年代後半以降における投資家および経営者双方における企業価値やコーポレートガバナンスへの意識の高まりはバブル崩壊以降の日本企業の変革に大きな影響を与えている。

このような環境変化の中で、日本の上場企業における利益調整に関心が高まっている。利益調整(earnings management)とはCEOが自らの利益のために財務諸表上の利益を調整する現象とされる。上場企業のMBO(Management Buyout)は、経営陣がファンドと共に上場企業を買収しようとするものであるが、レックスホールディングスのケースに見られるように経営陣が内部情報を利用して財務報告上の利益を操作したり、ディスクロージャーの時期を選ぶことによって買収価格を低く操作した疑いがもたれている。企業経営者が取締役などとして株主の利益を守らなければならないにもかかわらず、情報の非対称性を利用して自らの利益をはかっている可能性があり、わが国の証券市場が健全な発展を遂げていくための障害となっている可能性がある。上場子会社の非上場化についても同様の問題が指摘されている。子会社上場に関連して、訴訟も提起されており、この問題の社会的重要性を示しているといえよう。

2. 研究の目的

本研究は、コーポレートガバナンスと経営者と株主の情報の非対称性が浮きぼりになる上場企業のMBOおよび上場子会社の買収に関して、利益調整を財務諸表上のデータから分析を行い、その特質を明らかにしようとするものであった。それまではそうした研

究はなかった。しかしながら、子会社非上場可のサンプルのデータベースを作成した段階で同様なアプローチによる研究発表を聞く機会があった。そのため、研究の方向を転換することとした。本来の研究計画では、子会社非上場化の前年の利益調整を検出する研究方法をとる予定であったが、視点を変えて経営者が翌期の利益予想をする場合に上方にバイアスのある予想を行って、決算発表を行う際に実績値が判明し、ネガティブサプライズによって株価を押し下げようとしていないかを検証することとした。こうした行動により非上場化の際に、MBO(マネジメントバイアウト)により一般の投資家から買い取る株式の価格を低くし、自らの利得を大きくするインセンティブが存在し、そうした行動はいくつかのMBOにおいても問題になり、訴訟にまで至っているケースも存在する。利益調整より直接的な経営者の行動を観察することにもなる。

また、これとは別にいかなる場合に子会社の非上場化が行われるかという問題も非常に興味深いテーマである。米国などと異なり、日本の場合は子会社を上場することが可能である。上場子会社の場合には、多くの株式が親会社によって所有されており、既に述べたように情報の非対称性と利害の対立が存在しうる。親会社は子会社の企業価値が高い時に上場し、その価値(=株価)が下がった時に非上場化するのであろうか。子会社は親会社の利益のために経営・運営されているのであろうか。そうした疑問に応えようとする試みである。

3. 研究の方法

まずは非上場化した企業のサンプルの作成を行った。東証要覧の非上場化企業のリストから、以下の条件でサンプルを選択した。

1)「親会社」が日本で上場している、2)「子会社」株式の3分の1以上を非上場化の時点で「親会社」が所有している、3)「子会社」は銀行・証券・保険などに業種に属していない。

財務データは日本経済研究所の企業財務データバンク、株価リターンのデータは日経ポートフォリオマネジメントを使用した。また、業績予想に関しては、I F I S ジャパンの会社実績・業績予想データを使用した。

実現利益から経営者による予想利益を引いたものを予想バイアスとして、サンプルの予想バイアスとコントロールサンプルの予想バイアスを比べることによって、サンプル企業がより楽観的な予想を行っているかどうかを検証した。なお、コントロールサンプルはサンプルと同じ証券コードの企業で企業規模の近いものを選んでいく。

子会社の非上場化の問題については先行研究が存在する。菊谷・齋藤(2006)では、非上場化の要因の分析を行っているが、彼らの関心は主に親会社と子会社の経営上の問題に集中しており、そのサンプルも限定されたものであった。また、大坪・三好(2008)は、完全子会社化の動機として5つの仮説を立ており、情報の非対称性仮説において上場子会社の株式が過少評価されている可能性を検証しているが、イベントスタディに基づく、異常投資収益率を分析しており、本研究とは手法が異なる。

どのような場合に子会社が非上場化されるかという問題については、Martinez and Serve(2011)を参考に、P B R、企業規模、財務レバレッジ、「子会社」の営業キャッシュフロー、設備投資、ベータ、R O A、売上伸び率などを単変量解析、および多変量解析(ロジスティック回帰分析)によって分析している。P B Rという変数を分析に含めるこ

とにより、ロジスティック回帰分析における要因分析に、直接子会社の株価の情報を分析対象にしたところに特色がある。

4. 研究成果

経営者による業績予想が非上場化の前年に楽観的になっているかどうかを、コントロールサンプルのそれと比較することによって行った。

結果は業績予想が楽観的になっている傾向は見られないというものであった。業績予想については、非上場化が行われた年度については決算発表が行われなかったため、当該年度の業績の実績値と比べることができないため、有意な結果が得られなかった可能性がある。

一方、どのような状況で「子会社」が非上場化されるかという問題については一定の結果を得ることができた。

まず単変量解析の結果を示す。財務レバレッジについては、非上場化されたサンプルのレバレッジがコントロールサンプルのそれと比べ、1%の有意水準で大きい。非上場化されたサンプルのR O Aはコントロールサンプルのそれと比べ、0.1%の有意水準で小さい。サンプルの収益性はコントロールサンプルより劣ると理解できる。財務レバレッジに関する結果は、より負債の大きな企業が上場維持を選ぶという仮説には反するものであった。

次に多変量解析(ロジスティック回帰分析)の結果を示す。ロジスティック回帰分析においては、非上場化したサンプルを1、非上場化しなかったものを0として分析を行った。財務レバレッジ、設備投資、R O Aの3つの説明変数は5%の水準で統計的に有意である。設備投資は大きいほど非上場化は実施されにくく、R O Aは高いほど非上場化

は実施されにくい。この二つについては当初の仮説を支持する結果となっている。一方、財務レバレッジに関しては、単変量の分析と同様、仮説とは反対の結果が出ている。即ち、財務レバレッジが高いほど、非上場化が実施される確率が高まる結果となっている。

ひとつの解釈としては、「親会社」がレバレッジの高くなった「子会社」の負債を親会社のバランスシートで肩代わりをして、より有利な金利水準を模索しているとも理解できよう。

この結果と別に、過去4年間の売上高の伸び率を説明変数に含んだ形でのロジスティック回帰分析も行っている。分析結果は、売上高伸び率を含まない分析と定性的には変わらず、財務レバレッジと設備投資の説明変数において有意水準が10%に低下する形となっている。

なお、非上場化に関するロジスティック回帰分析については、アジア太平洋管理会計学会（APMAA）第8回大会（中国・アモイ市）において報告し、今後の研究の方向性について貴重なフィードバックを得ることができた。本研究は、米国などではその例が少ない上場子会社を対象とした研究であり、アジアにおける新興国においても関心の持たれるテーマであると実感した。

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1件）

学習院大学経済経営研究所ディスカッション・ペーパーシリーズ No.13-1 What makes listed subsidiaries delisted in Japan?; logistic analysis, Naoyuki Kaneda

〔学会発表〕（計1件）

アジア太平洋管理会計学会（Asia Pacific

Management Accounting Association）
第8回大会（中国・アモイ市）発表

What makes listed subsidiaries delisted in Japan?; logistic analysis Naoyuki Kaneda

6. 研究組織

(1) 研究代表者 金田 直之 (KANEDA NAOYUKI)

学習院大学・経済学部・教授
研究者番号：80344860