

## 利益調整と株式所有構造に関する実証研究

——実体的利益調整ならびに会計的利益調整——

横山夏子\*

### Abstract

本稿では、Roychowdhury [2006] を手がかりとして、負の経済的帰結をもたらす恐れがある利益調整に対して、株式所有構造がどのような影響を与えているかを検討した。

その結果、金融機関持株比率ならびに一般事業法人持株比率が高いと売上高調整、裁量的支出の削減といった実体的利益調整が抑制される傾向があるが、外国人株主は実体的利益調整に影響を与えないことがわかった。また、株式所有構造が会計的利益調整に影響を与える証拠は発見できなかった。

本稿の貢献は、会計的利益調整ならびに実体的利益調整に株式所有構造がもたらす影響の同一期間における比較を行い、金融機関ならびに一般事業法人による株式所有は、経営者の実体的利益調整に影響を与えることを発見したことである。本稿の限界としては、利益調整を測定するモデルに測定誤差が含まれる恐れがあげられる。

### I はじめに

過度の利益調整 (earnings management)<sup>1)</sup> は、投資家の財務諸表の有用性に悪影響を及ぼす恐れがある (Scott [2014])。そのため、利益調整の要因、手法、経済的帰結、利益調整の目標利益、利益調整の情報内容等、利益調整に関する様々な研究が行われている。

利益調整とは、会計数値を用いた契約に影響を与えたり企業の経済パフォーマンスについて投資家を誤導したりすることを目的として、経営者が財務諸表上の数値を変化させるために会計情報判断や取引を用いること、をさす (Healy and Wahlen [1999])。

経営者は自己の効用最大化のため利益調整を行うとされ<sup>2)</sup>、その手法は会計的利益調整と実体的利益調整の2種類に分類される。会計的利益調整とは、見積みりや会計方針の変更といった会計処理を通じて行われる利益調整方法をさす。実体的利益調整とは、経営者が測定される事実のほうを動かし会計利益の外観を装うことである (岡部 [1994])<sup>3)</sup>。具体的には研究開発費・広告宣伝費削減、固定資産売却、過剰生産による売上原価低減、新しい投資計画の先延ばしなどがある。Cohen and

---

受付日 2014年6月30日，受理日 2015年6月15日

\* 京都大学経済学研究科博士課程

- 1) 我が国では利益管理、裁量行動、利益数値制御などと呼ばれることもある。
- 2) 利益調整の長所として、経営者の私的情報を伝達する可能性も指摘されている。しかし、この点を明らかにした実証研究は筆者の知る限り存在しない。
- 3) 太田・西澤 [2008] は、企業に実際に物理的あるいは経済的な変化をもたらすような利益調整方法と定義している。一方で、首藤 [2010] は、経営活動を変更する、キャッシュ・フローの変動を伴う操作と定義している。このように、実体的利益調整の定義は論者によってまちまちだが、本稿では、岡部 [1994] の定義を用いる。

Zarowin [2010]によれば、会計的利益調整と実体的利益調整の両方が将来成長に負の影響を与える。したがって、本稿では、将来の企業パフォーマンスに影響を与えうる利益調整に着目する。

Zang [2012]は、会計的利益調整と実体的利益調整がコスト・タイミングの点でトレードオフ関係にあることを明らかにした。また、Cohen and Zarowin [2010]は、会計的利益調整よりも実体的利益調整のほうが、将来成長に及ぼす負の影響が大きいと述べている<sup>4)</sup>。したがって本稿では、同一期間における実体的利益調整と会計的利益調整の比較を行う。

利益調整には様々な要因<sup>5)</sup>があるが、近年、コーポレート・ガバナンスの一つである株式所有構造に変化がみられる（落合 [2009]）。企業の収益性低下による資金難、とりわけ金融機関の不良債権処理に伴う持ち合い株式売却、金融商品の時価評価が導入されたことなどから、金融機関・事業法人の持株比率が低下し、一方で外国人投資家の持株比率が上昇した。このことから、近年の株式所有構造の役割を明らかにすることで、利益調整研究に貢献が可能と筆者は考える。

本稿では、企業の利害関係者であり近年変化がみられる株式所有構造に焦点を当て、なかでも、安定株主である金融機関による株式所有、一般事業法人による株式所有、近年増加がみられる外国人による株式所有を検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。第Ⅱ節で先行研究の概観を行い、第Ⅲ節で仮説を提示する。第Ⅳ節でリサーチ・デザインの提示をし、第Ⅴ節でサンプルを説明する。第Ⅵ節で分析結果を提示し、第Ⅶ節で頑健性分析を行う。最後にまとめを行う。

## Ⅱ 先行研究

本節ではまず、実体的利益調整の実態、手法、経済的帰結の点から先行研究を概観し<sup>6)</sup>、その後、利益調整の要因に焦点を当てる。

### 1 実体的利益調整の先行研究

既に述べたように、利益調整には会計的利益調整と実体的利益調整の二つがある。会計的利益調整を扱った研究と比較すると、実体的利益調整の研究は未だ少ない。まずは経営者が実際に実体的利益調整を行っているのかどうか、を扱った先行研究を概観する。

#### 1.1 実体的利益調整の有無

利益調整の有無とその内容を経営者に直接アンケート調査を行った先行研究として、須田・花枝 [2008]、Graham, et al. [2005]がある。Graham, et al. [2005]は、アメリカの経営者を対象としてアンケート調査を行い、須田・花枝 [2008]は日本企業を対象としてアンケート調査を行っている。

---

4) 岡部 [1994]は、どちらの利益調整も報告利益を歪めるために行われるが、特に一部の実体的利益調整は負の経済的帰結をもたらす恐れがあると指摘している。

5) たとえば、財務制限条項抵触の回避、経営者報酬、資本市場のインセンティブなどがある。

6) 会計的利益調整の研究は、実体的利益調整の研究に比べて蓄積が進んでおり、サーベイ研究も豊富に存在する。代表的な利益調整のサーベイには、Schipper [1989]、Healy and Wahlen [1999]、Fields, et al. [2001]、McNichols [2001]、首藤 [2013]などがある。そのため、本稿では、会計的利益調整の先行研究のうち、要因に関するものを主に取り扱う。

サンプルは異なっているが、どちらの論文も経営者は会計的利益調整よりも実体的利益調整を好む傾向にあることを明らかにした。また、Cohen, et al. [2008] は、実証研究によって、サーベイス・オクスリー法の成立後に会計的利益調整が減少し、実体的利益調整が増加したことを発見した。以上より、企業は実体的利益調整を行っていることがうかがえる。

## 1.2 実体的利益調整の手法

研究開発費・広告宣伝費削減、固定資産売却、過剰生産による売上原価低減、新しい投資計画の先延ばしなど、実体的利益調整には様々な手法が存在する。

Roychowdhury [2006] 以前の実体的利益調整の先行研究は、ほとんどが裁量的費用に関するものであった。たとえば、Bushee [1998] は機関投資家持株比率が高い企業ほど減益回避のために研究開発費を削減する可能性が低いことを示した。Dechow and Sloan [1991] は、退任前の経営者が研究開発費や広告宣伝費を削減した証拠を得た。Cohen, et al. [2010] は、実際の毎月の広告宣伝費のデータを用いて、経営者が目標利益達成のために利益調整を行っているかを検証した<sup>7)</sup>。これまでの研究によって、経営者は裁量的費用である研究開発費や広告宣伝費などを用いて利益調整を行っていることが明らかになっている。

一方で、裁量的費用以外の実体的裁量行動を扱った論文として、Roychowdhury [2006], Cohen and Zarowin [2010], 山口 [2011], Zang [2012] などがある。Roychowdhury [2006] は実体的利益調整の手法として、一時的な売上増加のための値下げ、売上原価低減のための過剰生産、裁量的費用<sup>8)</sup>の削減による実体的利益調整を、経営者が赤字を避けるために行うことを発見した。

以上より、経営者は、研究開発費や広告宣伝費といった裁量的費用の削減、一時的な売上増加のための値下げ、売上原価低減のための過剰生産、といった利益調整手法を用いていることがうかがえる。

## 1.3 実体的利益調整の経済的帰結

先述した須田・花枝 [2008] ならびに Graham, et al. [2005] は、企業による実体的利益調整が行われており、利益目標達成のために企業価値を犠牲にしてもよいと考える経営者がいることを明らかにした。実体的利益調整は、将来的な企業パフォーマンスに負の影響を与えられているが、先行研究の結果は混在している。たとえば、Cohen and Zarowin [2010] は、会計的利益調整より実体的利益調整後のパフォーマンス低下が大きいことを発見したが、Gunny [2010] は、実体的利益調整後のパフォーマンスは、利益調整を行っていない企業よりもよいことを指摘している。したがって、海外の先行研究においては、実体的利益調整の経済的帰結の結果は混在している。一方で、日本企業をサンプルとした山口 [2009] は、実体的利益調整を行った企業の将来業績が行わなかった企業と比較して有意に低いこと、また、目標利益達成のため実体的利益調整を行った企業には、明らかに負の経済的帰結があったことを明らかにした。

7) 他にも、Bartov [1993], Bhojraj, et al. [2009] などがある。

8) Roychowdhury [2006] では、裁量的費用として広告宣伝費、研究開発費などを扱っている。

## 2 利益調整に影響を与える要因

利益調整に影響を与える要因は、企業規模、財務制限条項<sup>9)</sup>、政治コスト、経営者交代<sup>10)</sup>、株価への影響<sup>11)</sup>、法制度<sup>12)</sup>、コーポレート・ガバナンスなど様々なものがあげられている。

株式所有構造と利益調整を研究したアメリカの先行研究は、ほとんどが経営者による株式所有である。Cheng and Warfield [2005] は、株価連動報酬・ストックオプションの経営者は、将来株式を販売する傾向があり、企業価値増大のインセンティブを持つことを明らかにした。同様に、Warfield, et al. [1995] は、経営者の株式所有は、利益調整に影響を及ぼすことを明らかにした。Dechow and Sloan [1991] は、経営者の株式所有は研究開発費削減、すなわち裁量的費用削減による利益調整に影響を及ぼすことを明らかにした。以上のように、アメリカの先行研究は、経営者による株式所有に着目し、実際に経営者による株式所有が利益調整に影響していると結論付けている。日本企業をサンプルとした先行研究としては、Shuto and Teshima [2008]、木村 [2003]、山口 [2011] が存在する。Shuto and Teshima [2008] ならびに山口 [2011] は、経営者の株式所有は利益調整に影響を及ぼすが、単純な線形ではないことを明らかにしている。

各国の株式所有構造を分析した小佐野 [2001] は、株主の分布状況は国によりかなり異なっており、日本の特徴として日本では株式の相互持ち合いがみられ、経営者に対して強い力を持つ長期的な安定株主の存在を想定することができると指摘している<sup>13)</sup>。そのため、安定株主に比べ株式を保有する経営者の影響は比較的小さいと考えられる。

このような安定株主の存在を考慮した先行研究は、野間 [2002]、木村 [2003]、山口 [2011] がある。野間 [2002] は、日本の株式所有構造が会計的利益調整に与える影響を調べた。結果として、金融機関は、長期安定的配当の確保を重視するため、一定範囲内では利益ねん出に影響を与えないのに対して利益圧縮は阻止しようとする、一般事業法人は会計政策という点ではコーポレート・ガバナンスにおいて主要な役割を果たしていないこと、外国人株主は利益ねん出プレッシャーを持つこと、を指摘している。木村 [2003] は、研究開発費削減による利益調整を安定株主が抑制することを明らかにした。山口 [2011] は、実体的利益調整の要因に焦点を当て、売上操作や過剰生産は、金融機関によって抑制されることを明らかにした。ただし、山口 [2011] は、一般事業法人や外国人といった株主を考慮していなかった。

以上より、会計的利益調整に関して、金融機関は利益調整を抑制し、一般事業法人は影響を与えないことが明らかになった。一方で、実体的利益調整に関しては、一部の実体的利益調整を安定株主が抑制することが明らかになった。ただし、研究開発費削減以外の実体的利益調整に対して、一般事業法人の影響が存在するか否か、また、実体的利益調整に対して、近年増加している外国人株

9) 山口 [2011] は負債比率と企業規模が影響していることを明らかにした。

10) Butler and Newman [1989]、Dechow and Sloan [1991] は、経営者交代と研究開発費の関係に焦点をあて、交代前の経営者が研究開発費を削減することを明らかにした。

11) Cohen, et al. [2010] は、実際の毎月の広告宣伝費のデータを用いて、経営者が目標利益達成のために利益調整を行っているかを検証し、資本市場を経営者が意識していることを明らかにした。

12) Cohen, et al. [2008] は、SOX 法の利益調整への影響が存在することを発見し、法制度が影響することを明らかにした。

13) アメリカ・イギリスでは、長期的取引関係にある他企業の株式を保有することはあまりみられない（小佐野 [2001]）。



主がどのような影響を与えるかは不明である。

以上より、本稿では、日本特有の安定株主である金融機関、一般事業法人、近年増加している外国人株主が、実体的利益調整ならびに会計的利益調整にどのような影響を与えるのか、分析する。経営者などその他の株主に関しては、将来の課題としたい。

### Ⅲ 仮説

本節では、株式所有構造の利益調整への影響を検討する。

株主は、企業の将来業績に負の影響を与えるような利益調整を抑制するインセンティブを持つ。ただし、利益調整を発見し抑制する能力は、株主によって異なると考えられる。

金融機関など機関投資家は経営者の機会主義的、恣意的な行動を抑制 (Chung, et al. [2002]) するとされるが、サンプルはアメリカ企業が対象であるため、メインバンク制<sup>14)</sup> や株式持ち合いといった安定株主が存在している日本の場合は、そのままあてはまらない恐れがある。たとえば、首藤 [2006] は、利益の情報内容と金融機関株式所有割合の間に正の関係が存在することを発見している。また、円谷 [2007] は、金融機関持株比率と経営者予想値・実績値の間に負の乖離が存在していることを明らかにした。このことより、金融機関からのモニタリング圧力を回避するため、企業は経営者予想を慎重に行い予想精度を悪化させるような公表を控えていると考えられる。このように、金融機関は企業の行動に影響を与えている。また、メインバンクを中心とする金融グループでは、公式な情報だけでなく内部情報に近い非公式の情報も共有されるため、モニタリング能力が高くなる可能性がある (首藤 [2010])。以上より、金融機関による株式所有は、利益調整を抑制すると予想される。

H1 他の事情が同じならば、金融機関持株比率が高まるほど、実体的利益調整は抑制される。

H2 他の事情が同じならば、金融機関持株比率が高まるほど、会計的利益調整は抑制される。

シェアード [1995] は、日本の株式持ち合いの特徴として、それぞれの企業が多数の相手と持ち合いを行っており、個々の持ち合いは少数の株式 (多くは1%未満) でも、それを集めれば、その企業の議決権株の中で多数派となりうること、と指摘している<sup>15)</sup>。企業は、互いの株式を「安定株主」として所有することで、テイクオーバーなど市場の脅威から企業を遮断していた (シェアード [1995])。

株式持ち合いを行っている企業の間には資本関係とは別の何らかの取引上のつながりがあることが多い (シェアード [1995])。そのため、一般事業法人は企業のインサイダー情報を手に入れる可能性があり、ある程度の利益調整の発見能力を持つと考えられる。また、シェアード [1995] によ

14) メインバンク制度とは何かという問いに対して法的な定義は存在しないが、Aoki and Patrick [1994] によれば、メインバンクは単に融資を行うだけでなく、株式を保有し、資本市場の参加者および規制当局からは企業のモニタリングを行うことを期待され、企業に問題が生じた場合には、一定の介入機能を果たすことが期待されている。

15) 2011年に純投資目的以外の目的 (いわゆる政策目的など) で株式を保有する会社は、375社中369社だった。保有目的として、取引関係をあげる企業が多かった (横山 [2011])。

れば安定的株式保有においては暗黙のうちに企業経営権の行使が放棄されているようにみえるが、実は企業の状態に付随して変わる。たとえば、ある企業の業績が既存の個人株主の期待水準に達していない場合、急激な株価の下落が起こり、既存の内部株主に大きなキャピタル・ロスが生じる可能性がある。そのため、企業業績が良好な場合は、持ち合いを行う企業は直接介入・介入工作を差し控えるが、企業業績が悪化した場合、影響力を及ぼすインセンティブを持つ(シェアード[1995])。

したがって、一般事業法人は、企業業績が悪化した場合、将来に負の経済的帰結をもたらすような利益調整を抑制するインセンティブを持つ。一般事業法人持株比率が相対的に大きい場合は、その値が事業法人間の株式相互持ち合いの程度を代理している可能性が高いため(首藤[2010])、本稿では一般事業法人持株比率を用いている。

H3 他の事情が同じならば、一般事業法人持株比率が高まるほど、実体的利益調整は抑制される。

H4 他の事情が同じならば、一般事業法人持株比率が高まるほど、会計的利益調整は抑制される。

野間[2002]は、外国人株主が会計的利益調整にどのような影響を持つか分析を行い、その結果、外国人株主の所有割合が高いほど企業は利益調整を行うことが明らかになった。野間[2002]は、外国人株主は長期的にみると企業には負の影響があるような利益調整でも、短期的に利益を生み出すような利益調整を好む可能性がある、と指摘している。以上より、以下の仮説が導かれる。

H5 他の事情が同じならば、外国人持株比率が高まるほど、実体的利益調整が行われる。

H6 他の事情が同じならば、外国人持株比率が高まるほど、会計的利益調整が行われる。

## IV リサーチ・デザイン

### 1 実体的利益調整と会計的利益調整の額の推定方法

実体的利益調整を推定するため、Roychowdhury[2006]のモデルを用いる。営業キャッシュ・フロー(CFO)、売上原価(COGS)、製造原価(PROD)、裁量的費用(DISEXP)の式(1)-(4)を用いて経営者の利益調整によって生じる異常発生部分(Abnormal CFO, Abnormal COGS, Abnormal PROD, Abnormal DISEXP)を推定する。まず、各業界年度ごとに、式(1)から(4)の回帰を行う。次に、得られた係数をあてはめた式に、実際の各企業の会計数値を代入する。その結果得られた数値を標準レベル(normal)とみなし、実際の会計数値との差額を異常(abnormal)とみなす<sup>16)</sup>。

会計的利益調整を推定するため、Jones[1991]のモデルを用い<sup>17)</sup>、式(5)から裁量的アクルーアルを得た。各業界年度ごとに式(5)の回帰を行い、その回帰から得られた係数をあてはめた式に実際の各企業の会計数値を代入し、得られた数値を非裁量的アクルーアルとみなし、総アクルーアルから非裁量的アクルーアルを引いたものを裁量的アクルーアルとみなす<sup>18)</sup>。

式(1)から(5)より得られた異常発生部分を用いて仮説を検証するため、式(6)を用いて Abnor-

16) 計算方法など、詳しくは Roychowdhury [2006] 参照。

17) Jones (1991) は、代表的なアクルーアルモデルの一つである。

18) 計算方法など、詳しくは Jones [1991] 参照。

mal CFO, Abnormal COGS, Abnormal PROD, Abnormal DISEXP, Abnormal ACCR を被説明変数として年度ごとのクロスセクション分析を行う。

$$(1) \text{CFO}_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_t/A_{t-1}) + b_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$(2) \text{COGS}_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$(3) \text{PROD}_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_t/A_{t-1}) + b_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + b_3(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$(4) \text{DISEXP}_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$(5) \text{Accruals}_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + b_1(\Delta S_t/A_{t-1}) + b_2(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

※ 指標に関しては、Appendix を参照。

※ 添え字  $t$  は決算期を示す。

## 2 実体的利益調整ならびに会計的利益調整と株式所有構造に関する回帰式

次に、以下の式を用いて株式所有構造が実体的利益調整と会計的利益調整に与える影響を検証する。

$$(6) Y_t = \alpha + \beta_1(\text{BANK})_t + \beta_2(\text{FOREIGN})_t + \beta_3(\text{FIRM})_t + \beta_4(\text{DEBT})_{t-1} + \beta_5(\text{SIZE})_{t-1} + \beta_6(\text{MTB})_{t-1} + \beta_7(\text{NI})_t + \sum \text{INDUSTRY\_D} + \varepsilon_t$$

Y: Abnormal CFO, Abnormal COGS, Abnormal PROD, Abnormal DISEXP, Abnormal ACCR

※ 指標に関しては、Appendix を参照。

※ 添え字  $t$  は決算期を示す。

まず、被説明変数に関して説明を行う。

経営者は、値引きや支払期限の延長により売上高を操作することができる。これにより当期の売上は増加するが、将来の売上を犠牲にすることとなり、結果として売上高当たりのキャッシュ・フローやマージンなどが減少する。値引きによるマージンの減少は、売上高当たりの製造原価が異常に高くなる原因となると予想される (Roychowdhury [2006])。したがって、売上高調整が行われると、Abnormal CFO が減少し、Abnormal PROD が増大する。

企業は利益を増加させるために過剰生産を行う可能性がある。過剰生産によって製品当たりの固定費が下がり、製品当たりの売上原価も下がり、利益が増加する。しかし、製造・保有コストが企業に生じる恐れがある (Roychowdhury [2006])。その結果、売上高当たりの営業活動によるキャッシュ・フローが異常に低くなる可能性がある。したがって、企業が過剰生産を行った場合、Abnormal CFO が減少し、Abnormal PROD と Abnormal COGS が増大する。

通常、研究開発費、広告宣伝費、メンテナンスなどの裁量的費用は発生した期に計上する。したがって、企業は裁量的費用の削減によって費用を削減し利益を増加させることができる。ただし、広告宣伝費や研究開発費の削減により、将来企業が保有する技術やブランド価値に負の影響を及ぼす恐れがある (Roychowdhury [2006])。したがって、企業が裁量的費用削減による利益調整を行った場合、Abnormal DISEXP と Abnormal CFO が減少する<sup>19)</sup>。

企業が会計的利益調整を行った場合、裁量的発生高が拡大し、Abnormal ACCR が増加する。

次に、説明変数に関して説明を行う。株式保有構造が経営者の利益調整に影響を与えるかどうかを検証するために、本稿では、BANK, FIRM, FOREIGN の3つの指標を用いる。これらは H1 か

19) ただし、Abnormal CFO は、正と負の両方の影響が存在するため、解釈には注意が必要である。

らH6の検証のための変数である。BANKは、金融機関が経営者の実体的利益調整にどのような影響を与えたか検証するために用いる。FOREIGNは外国法人および個人が保有する株式比率である。FIRMは一般事業法人による株式所有が経営者にどのような影響を与えたかを検証するために用いる。本稿では、コントロール変数として、MTB, NI, INDUSTRY\_D, SIZE, DEBTを含んでいる。

規模が大きい企業では、政治的圧力を受けやすく税金などのコストが大きくなると考えられる。これは、規模仮説といわれる(Watts and Zimmerman [1986])。そのため、規模が大きい企業ほど利益調整を行う可能性が高いとされる。本稿では、SIZEを規模のコントロール変数として含む。

財務制限条項の存在により、負債比率が高い企業ほど利益調整を行う可能性が高いとされる。これは、負債仮説と呼ばれる(Watts and Zimmerman [1986])。財務制限条項に抵触する可能性が大きい企業ほど利益調整を行う可能性が高いとされる。本稿では、DEBTをコントロール変数として含む。

成長性が高い企業ほど、利益公表時の株価への市場反応が大きい(Skinner and Sloan [2002], Roychowdhury [2006]など)。そのため、本稿ではNIならびにMTBを成長性のコントロール変数として含む。また、業界の影響をコントロールするため、INDUSTRY\_Dを含んでいる。

## V サンプル

2005年から2011年の間において<sup>20)</sup>東証一部上場、3月決算かつ決算月数が12か月の企業を対象とし、その中から、証券コード協議会による業種別分類で、銀行・その他金融業・証券、海運業、空運業、電気・ガス、保険業、陸運業、情報・通信に属する企業を除いた<sup>21)</sup>。ただし、正確性のため、業界のサンプル企業数が15社以下の業界(ゴム製品、パルプ紙、鋳業、農林水産業、石油石炭業)をサンプルから除外した。さらに、異常値を取り除くため、コントロール変数であるNI, SIZE, MTBの上下1%を控除した<sup>22)</sup>。最終的に、サンプルは、電気機器、機械、輸送用機械、精密機器、その他製造業、鉄鋼、金属製品、非鉄金属、化学、繊維製品、ガラス・土石製品、サービス業、卸売業、小売業、食料品、医薬品、建設業、不動産業、倉庫・運輸関連業の19業界に属する企業からなっている。データは有報革命より取得した。

## VI 分析結果

表1は記述統計である。金融機関持株比率、一般事業法人持株比率、外国人持株比率をみると、平均値はBANKが最も大きく、次いでFIRMが大きくなっており4分の1近くを占めている。最も低いのはFOREIGNであるが、それでも10%を超えている。外国人持株比率が近年増大してい

20) データの制約上、データが利用可能な範囲で最も長い期間を取っている。2004年以前はサンプル数が不足しているため、2005年以降のデータを用いている。

21) Roychowdhury [2006]は、これらの産業を規制産業とみなし控除している。本稿ではRoychowdhury [2006]にならない、これらの産業をサンプルから排除している。

22) 債務超過に陥っている企業はない。DEBTの上下1%は控除していない。



表1 記述統計

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BANK	4969	29.683	11.682	0.830	63.710
FIRM	4969	24.406	16.153	0.360	86.520
FOREIGN	4969	13.276	10.701	0.000	71.620
MTB	4969	1.254	0.766	0.230	6.000
SIZE	4969	4.727	0.568	3.518	6.266
DEBT	4969	0.509	0.190	0.044	0.960
NI	4969	0.053	0.043	-0.062	0.228
Abnormal COGS	4969	-0.003	0.089	-0.250	0.380
Abnormal ACCR	4969	0.005	0.049	-0.146	0.166
Abnormal DISEXP	4969	0.002	0.091	-0.393	0.253
Abnormal PROD	4969	-0.002	0.088	-0.242	0.371
Abnormal CFO	4969	-0.00012	0.04	-0.12	0.13

※指標に関しては、Appendixを参照。

表2 相関係数表

	BANK	FIRM	FOREIGN	MTB	SIZE	DEBT	NI	Abnormal DISEXP	Abnormal PROD	Abnormal CFO	Abnormal COGS	Abnormal ACCR
BANK	1											
FIRM	-0.56*	1										
FOREIGN	0.24*	-0.37*	1									
MTB	0.05*	-0.07*	0.21*	1								
SIZE	0.34*	-0.17*	0.67*	0.37*	1							
DEBT	0.10*	0.03	-0.21*	0.14*	-0.12*	1						
NI	0.04*	-0.05*	0.31*	0.43*	0.28*	-0.36*	1					
Abnormal DISEXP	0.11*	0.02	-0.08*	-0.07*	-0.09*	0.14*	-0.09*	1				
Abnormal PROD	-0.09*	-0.03*	0.12*	0.15*	0.11*	-0.22*	0.30*	-0.84*	1			
Abnormal CFO	0.01	-0.01	-0.14*	-0.16*	-0.11*	0.21*	-0.40*	0.02	-0.24*	1		
Abnormal COGS	-0.08*	-0.04*	0.14*	0.17*	0.13*	-0.25*	0.35*	-0.89*	0.92*	-0.21*	1	
Abnormal ACCR	-0.01	0.04*	-0.04*	-0.17*	-0.03*	0.04*	-0.28*	-0.01	-0.04*	-0.36*	-0.08*	1

※指標に関しては、Appendixを参照。

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

ると述べたが、今でも金融機関や一般事業法人の存在は大きいことがわかる。

表2はPearsonの相関係数表である。FOREIGNとSIZEの相関係数(0.674)とやや高い<sup>23)</sup>ことから、外国人投資家は規模が大きい企業の株式を購入している傾向がうかがえる。

表3から7は、式(6)の回帰結果である。表3は、被説明変数がAbnormal CFOの場合の結果である。一貫して有意な説明変数はなく、仮説を支持する証拠は得られなかった。表4は説明変数をabnormal COGSとした場合の回帰結果である。BANKとFIRMが一貫して負に有意となっており、金融機関ならびに一般事業法人による実体的利益調整の抑制が行われるという仮説(H1, H3)を支持している。この点は山口[2011]と一致している。表5は被説明変数がAbnormal PRODである。BANKとFIRMが一貫して負に有意となっており、金融機関ならびに一般事業法人による

23) なお、VIFを算出したところ、FOREIGNとSIZEのVIFはいずれの回帰式においても5を下回っていたため、多重共線性に大きな問題はないと思われる。

表3 回帰分析の結果 Model (6) Y=abnormal CFO

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	-	0.000 [2.41]**	0.000 [0.11]	0.000 [0.73]	0.000 [-0.75]	-0.001 [-3.18]***	0.000 [-2.09]**	0.000 [-0.62]
FOREIGN	+	0.000 [1.90]*	0.000 [-0.69]	0.000 [1.47]	0.000 [-0.66]	0.000 [-1.01]	0.000 [-0.59]	0.000 [-0.47]
FIRM	-	0.000 [0.60]	0.000 [-0.10]	0.000 [-0.73]	0.000 [-0.76]	0.000 [-0.38]	0.000 [-1.18]	0.000 [-2.19]**
DEBT	+	0.000 [-0.00]	0.018 [1.78]*	0.019 [1.69]*	0.040 [4.07]***	0.053 [6.42]***	0.040 [4.87]***	-0.012 [-1.33]
SIZE	+	-0.009 [-2.29]**	0.002 [0.48]	-0.005 [-1.25]	0.003 [0.62]	0.006 [1.70]*	0.004 [1.19]	0.002 [0.56]
MTB	+	-0.002 [-0.72]	-0.007 [-2.34]**	-0.003 [-1.28]	0.000 [0.00]	-0.008 [-2.47]**	-0.007 [-1.97]**	-0.004 [-1.06]
NI	+	-0.473 [-8.09]***	-0.391 [-8.23]***	-0.411 [-7.95]***	-0.421 [-7.62]***	-0.311 [-6.80]***	-0.343 [-8.94]***	-0.559 [-12.06]***
INDUSTRY_D		included						
C		0.067 [-2.67]***	0.024 [1.11]	0.045 [2.24]**	-0.006 [-0.29]	-0.030 [-1.75]*	-0.007 [-0.42]	0.037 [2.02]**
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.200	0.241	0.199	0.232	0.216	0.191	0.249

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

表4 回帰分析の結果 Model (6) Y=abnormal COGS

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	-	-0.001 [-2.28]**	-0.001 [-2.86]***	-0.001 [-2.04]**	-0.001 [-3.14]***	-0.001 [-3.22]***	-0.001 [-3.51]***	-0.001 [-2.95]**
FOREIGN	+	0.000 [0.27]	0.000 [-0.68]	-0.001 [-1.11]	-0.001 [-2.20]**	-0.001 [-1.60]	-0.001 [-1.80]*	0.000 [-0.87]
FIRM	-	0.000 [-1.43]	-0.001 [-2.12]**	-0.001 [-1.84]*	-0.001 [-2.65]***	-0.001 [-2.76]***	-0.001 [-3.48]***	-0.001 [-2.79]**
DEBT	+	-0.083 [-3.63]***	-0.094 [-3.91]***	-0.099 [-3.48]***	-0.110 [-4.63]***	-0.070 [-4.01]***	-0.088 [-5.03]***	-0.074 [-3.88]***
SIZE	+	0.014 [1.65]	0.019 [2.32]**	0.012 [1.40]	0.020 [2.07]**	0.015 [1.74]*	0.018 [2.07]**	0.002 [0.19]
MTB	+	0.011 [2.13]**	0.013 [1.93]*	0.006 [1.04]	0.016 [2.24]**	0.019 [2.26]**	0.036 [2.94]***	0.038 [3.59]**
NI	+	0.605 [4.92]***	0.529 [5.04]***	0.787 [6.58]***	0.696 [6.36]***	0.804 [7.26]***	0.599 [5.87]***	0.625 [5.53]***
INDUSTRY_D		included						
C		-0.019 [-0.36]	-0.049 [-0.88]	-0.033 [-0.83]	-0.033 [-0.64]	0.021 [0.59]	-0.006 [-0.16]	0.036 [0.97]
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.192	0.182	0.217	0.220	0.210	0.201	0.185

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

実体的利益調整の抑制が行われるという仮説 (H1, H3) を支持している。表4・5の結果より、経営者は金融機関ならびに一般事業法人が過剰生産を見抜く恐れを考慮している可能性があることが明らかとなった。表6は、被説明変数が Abnormal DISEXP の場合の回帰結果である。BANK と

表5 回帰分析の結果 Model (6) Y=abnormal PROD

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	-	-0.001 [-1.88]*	-0.001 [-2.51]**	-0.001 [-2.04]**	-0.001 [-2.72]***	-0.001 [-3.00]***	-0.001 [-2.21]**	-0.001 [-2.96]***
FOREIGN	+	0.000 [0.39]	-0.001 [-1.07]	-0.001 [-1.53]	-0.001 [-1.59]	-0.001 [-1.08]	0.000 [-1.03]	-0.001 [-1.31]
FIRM	-	0.000 [-0.90]	-0.001 [-1.64]	-0.001 [-2.00]**	-0.001 [-2.41]**	-0.001 [-2.72]***	-0.001 [-2.14]**	-0.001 [-2.48]**
DEBT	+	-0.081 [-3.41]***	-0.112 [-4.31]***	-0.112 [-3.97]***	-0.114 [-4.59]***	-0.073 [-4.03]***	-0.055 [-3.06]***	-0.050 [-2.52]**
SIZE	+	0.008 [0.93]	0.022 [2.60]***	0.013 [1.45]	0.015 [1.53]	0.009 [1.03]	0.011 [1.12]	0.005 [0.59]
MTB	+	0.011 [2.06]**	0.018 [2.76]***	0.007 [1.37]	0.010 [1.43]	0.018 [1.89]*	0.033 [2.33]**	0.034 [3.02]***
NI	+	0.511 [4.02]***	0.354 [3.01]***	0.687 [5.76]***	0.616 [5.27]***	0.573 [5.07]***	0.409 [3.70]***	0.504 [4.20]***
INDUSTRY_D		included						
C		0.018 [0.33]	-0.037 [-0.68]	-0.015 [-0.37]	0.030 [0.59]	0.040 [1.06]	-0.022 [-0.55]	0.016 [0.41]
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.139	0.142	0.193	0.188	0.149	0.103	0.121

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

表6 回帰分析の結果 Model (6) Y=abnormal DISEXP

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	+	0.002 [3.42]***	0.002 [3.16]***	0.001 [2.93]***	0.002 [3.63]***	0.001 [3.51]***	0.002 [3.94]***	0.001 [2.56]**
FOREIGN	-	-0.001 [-0.91]	0.000 [0.26]	0.000 [0.17]	0.001 [1.62]	0.001 [1.04]	0.001 [1.35]	0.000 [0.67]
FIRM	+	0.001 [1.58]	0.001 [1.87]*	0.001 [2.03]**	0.001 [2.08]**	0.001 [2.25]**	0.001 [3.04]***	0.001 [2.41]**
DEBT	-	0.070 [2.90]***	0.081 [3.04]***	0.078 [2.56]**	0.090 [3.51]***	0.060 [3.11]***	0.056 [2.87]***	0.079 [3.72]***
SIZE	-	-0.015 [-1.65]*	-0.024 [-2.65]***	-0.012 [-1.25]	-0.025 [-2.29]**	-0.022 [-2.21]**	-0.031 [-3.07]***	-0.010 [-0.95]
MTB	-	-0.008 [-1.43]	-0.010 [-1.26]	-0.003 [-0.51]	-0.010 [-1.35]	-0.012 [-1.34]	-0.022 [-1.80]*	-0.032 [-2.88]***
NI	-	0.028 [0.22]	0.114 [0.94]	-0.114 [-0.88]	-0.056 [-0.43]	-0.119 [-1.15]	-0.046 [-0.43]	0.029 [0.24]
INDUSTRY_D		included						
C		-0.030 [-0.49]	0.014 [0.22]	-0.047 [-1.07]	-0.007 [-0.13]	0.016 [0.38]	0.055 [1.34]	-0.024 [-0.59]
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.049	0.036	0.037	0.053	0.035	0.049	0.037

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

FIRM はほぼ一貫して正に有意となっており、金融機関ならびに一般事業法人による実体的利益調整の抑制が行われるという仮説(H1, H3)を支持する結果を得た。このことから、金融機関ならびに一般事業法人の存在によって研究開発費を通じた実体的利益調整の抑制が行われている可能性

表7 回帰分析の結果 Model (6) Y=Abnormal ACCR

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	-	-0.001 [-3.10]***	0.000 [1.53]	0.000 [-0.31]	0.000 [0.70]	0.000 [2.60]***	0.000 [0.59]	0.000 [2.10]**
FOREIGN	+	0.000 [-1.62]	0.000 [0.60]	0.000 [-0.87]	0.000 [1.76]*	0.000 [0.59]	0.000 [-0.95]	0.000 [-0.08]
FIRM	-	0.000 [-0.15]	0.000 [1.61]	0.000 [1.31]	0.000 [2.08]**	0.000 [-0.40]	0.000 [0.10]	0.000 [3.08]***
DEBT	+	0.040 [3.56]***	0.010 [1.00]	0.030 [2.70]***	-0.006 [-0.56]	-0.053 [-5.50]***	-0.015 [-1.53]	0.002 [0.22]
SIZE	+	0.019 [5.34]***	-0.002 [-0.50]	0.009 [1.74]*	0.003 [0.75]	-0.001 [-0.16]	0.011 [2.56]**	0.005 [1.09]
MTB	+	-0.001 [-0.25]	0.003 [1.28]	0.000 [-0.11]	-0.002 [-0.83]	-0.001 [-0.19]	-0.004 [-1.18]	0.002 [0.46]
NI	+	-0.186 [-3.30]***	-0.265 [-5.45]***	-0.227 [-4.22]***	-0.377 [-6.43]***	-0.466 [-8.45]***	-0.338 [-7.07]***	-0.229 [-4.91]***
INDUSTRY_D					included			
C		-0.100 [-5.28]***	0.019 [1.06]	-0.113 [-4.72]***	-0.013 [-0.51]	0.031 [1.54]	-0.031 [-1.41]	-0.069 [-3.39]***
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.223	0.268	0.246	0.459	0.345	0.357	0.470

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

があることが明らかとなった。

最後に、表7は、Abnormal ACCR が被説明変数の場合の回帰結果である。BANK と FIRM は年によって結果がまちまちで、FOREIGN は有意な結果が得られなかった。つまり、会計的利益調整に関しては、実体的利益調整と異なり株式所有構造の影響がみられるという証拠は得られなかった。

以上の分析からは、外国人持株比率を示す FOREIGN に関しては有意な結果を得られず、外国人株主の存在が経営者の行動に影響を与えているという証拠は得られなかった。この点は、外国人投資家の存在が会計的利益調整行動に影響を与えるという結論を得た野間 [2002] と矛盾している。

考えられる可能性として、まず外国人投資家の行動が変化した可能性がある。青木 [2008] によれば、アメリカでは、年金基金やミューチュアル・ファンドなど機関投資家の保有率が增大したが、これらのファンドは、リスクを軽減し、平均収益を高めるため株価インデックスに大部分の資産を投資しているため、個々の会社のマネジメントをモニタリングするインセンティブを持たない<sup>24)</sup>。したがって、アメリカの機関投資家と同様の行動パターンを日本の外国人投資家がとっているため、先行研究と結果が異なっている可能性がある<sup>25)</sup>。また、そもそも外国人株主は、利益調整の抑制よりもむしろ情報の非対称性が低い企業の株式を選択し購入していることが考えられる。乙政・榎本 [2008] は外国人は経営者予想の精度が高い企業を選好していることを発見しており、彼らによれ

24) 円谷 [2014] は、海外・国内の機関投資家の投票結果を分析し、投票行動において外国人投資家と国内投資家の間に差異はみられなかったことを明らかにした。外国人投資家が、国内投資家に比べ会社提案に対してより積極的に反対を投じていると断言できない、と結論付けている。

25) 投資家別平均株式保有期間は、国内銀行、保険、事業法人が長く、外国人は最も短い部類に入っている (神山 [2013])。ただし、保有期間と長期投資の関係をどのように捉えるかについても様々な見方がある (経済産業省 [2014])。



ば、外国人株主は金融機関などの安定株主と比較して情報優位な立場にないため、より信頼性が高い企業の株式を購入する等、利益調整の抑制よりも情報の非対称性を引き下げるインセンティブを持っている。表2の相関係数表より外国人投資家は企業規模が大きい企業の株式を購入していることがわかっている。企業規模が大きい企業は、小さい企業よりも情報の非対称性が低いとされている。

次に、外国人投資家ではなく企業の行動が変化している可能性がある。Zang [2012] は、コストとタイミングが実体的利益調整と会計的利益調整間の選択に影響を与えることを発見している。何らかの理由で会計的利益調整のコストが変化した結果<sup>26)</sup>、外国人持株株主が会計的利益調整に影響を及ぼさなくなった可能性がある。先行研究と異なる結果となった原因の分析は将来の課題としたい。

以上より、金融機関ならびに一般事業法人は売上高調整、過剰生産、裁量的費用の増減といった実体的利益調整を抑制している可能性があること、株式所有構造が会計的利益調整を抑制する証拠を得られなかったこと、どちらの利益調整に関しても外国人投資家の影響がみられないことがわかった。ただし、本稿の分析では、金融機関や一般事業法人がそもそも利益調整をあまり行わない企業の株式を購入している可能性を否定できない<sup>27)</sup>。この点は将来の課題である。

## Ⅶ 頑健性の分析

表8と表9は、式(6)の頑健性分析の結果である。被説明変数として、実体的利益調整の指標を足したものを用いている<sup>28)</sup>。経営者は複数の利益調整手法を組み合わせているといわれているため、頑健性分析として、異なる利益調整の和を被説明変数として用いて分析を行う(Cohen, et al. (2008))。

BANKに関しては、一貫して正に有意であり、金融機関持株比率が高い企業では、実体的利益調整が行われにくいと思われる。また、FIRMは、SUM2が被説明変数の場合、正に有意となっている。結果として、金融機関持株比率ならびに一般事業法人持株比率が高い企業では、実体的利益調整が行われにくい。FOREIGNはほとんど有意な結果が得られていない。したがって、頑健性分析の結果は、第Ⅵ節の結果と一致している。

---

26) たとえば、Cohen, et al. [2010] は、サーベイス・オクスリー法以前に比べ、以後では実体的利益調整が減少し、会計的利益調整のコストが増加したことを発見した。法制度によって、会計的利益調整のコストが上昇した場合、実体的利益調整が上昇する可能性がある。

27) ただし、投資家別平均株式保有期間は、長・都・地銀は約15年、事業法人は10年以上と長期保有を行っている(神山 [2013])。そのため、銀行や事業法人は相応の発言力を持つと思われる。また、経営者が感じるステークホルダーの発言力において、顧客(消費者)に次いで機関投資家(日本)が大きい(円谷 [2014])。金融機関や一般事業法人がこのような影響力を行使していないとみなすのは難しいと筆者は考えている。

28) 頑健性分析では、実体的利益調整行動を検証している。先行研究によれば、裁量的費用、売上高調整など、経営者は複数の利益調整を組み合わせている可能性が高いため、本稿ではそれぞれの効果を足したSUM1、SUM2を用いて頑健性分析を行った。Abnormal CFOは、実体的利益調整の正と負の影響を受ける可能性があり、Roychowdhury [2006] 同様本稿でも一貫した結果が出ていないため、頑健性分析では被説明変数に含んでいない。

表8 頑健性分析の結果(1) Model (6) Y=SUM1

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	+	0.001 [4.23]***	0.000 [2.12]**	0.001 [3.24]***	0.000 [2.47]**	0.000 [1.52]	0.000 [2.37]**	0.000 [-0.35]
FOREIGN	-	0.000 [-2.07]**	0.000 [-0.96]	0.000 [-1.50]	0.000 [-1.39]	0.000 [-0.66]	0.000 [-0.35]	0.000 [-0.35]
FIRM	+	0.000 [0.69]	0.000 [-0.23]	0.000 [1.10]	0.000 [-1.12]	0.000 [-0.99]	0.000 [-0.14]	0.000 [-0.59]
DEBT	-	-0.014 [-1.44]	-0.012 [-1.19]	-0.021 [-2.19]**	-0.020 [-2.57]**	-0.011 [-1.57]	-0.032 [-4.28]***	0.004 [0.56]
SIZE	-	-0.002 [-0.49]	-0.006 [-1.51]	0.000 [-0.07]	-0.004 [-1.11]	-0.007 [-1.93]*	-0.013 [-3.31]***	-0.008 [-2.12]**
MTB	-	0.003 [1.46]	0.004 [1.19]	0.003 [1.30]	0.006 [2.34]**	0.007 [2.57]**	0.014 [5.20]***	0.006 [1.67]*
NI	-	0.634 [12.26]***	0.643 [10.86]***	0.673 [13.26]***	0.641 [10.66]***	0.685 [14.07]***	0.553 [12.14]***	0.654 [13.96]***
INDUSTRY_D		included						
C		-0.049 [-2.02]**	-0.035 [-1.62]	-0.081 [-3.79]***	-0.040 [-1.78]*	0.037 [2.66]***	0.049 [3.28]***	0.012 [0.76]
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.386	0.391	0.463	0.447	0.443	0.337	0.350

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

表9 頑健性分析の結果(2) Model (6) Y=SUM2

	予測符号	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BANK	+	0.002 [2.76]***	0.003 [2.92]***	0.002 [2.57]**	0.003 [3.27]***	0.003 [3.41]***	0.003 [3.28]***	0.002 [2.87]***
FOREIGN	-	-0.001 [-0.69]	0.001 [0.67]	0.001 [0.84]	0.002 [1.63]	0.001 [1.10]	0.001 [1.25]	0.001 [1.01]
FIRM	+	0.001 [1.29]	0.001 [1.81]*	0.001 [2.06]**	0.001 [2.29]**	0.001 [2.59]***	0.002 [2.76]***	0.001 [2.56]**
DEBT	-	0.150 [3.30]***	0.193 [3.79]***	0.190 [3.32]***	0.204 [4.14]***	0.133 [3.71]***	0.111 [3.12]***	0.129 [3.28]***
SIZE	-	-0.023 [-1.36]	-0.047 [-2.73]***	-0.025 [-1.40]	-0.040 [-1.98]**	-0.031 [-1.72]*	-0.042 [-2.21]**	-0.015 [-0.82]
MTB	-	-0.019 [-1.81]*	-0.027 [-2.07]**	-0.010 [-0.94]	-0.020 [-1.45]	-0.030 [-1.66]*	-0.054 [-2.13]**	-0.067 [-3.04]***
NI	-	-0.482 [-1.98]**	-0.240 [-1.05]	-0.801 [-3.34]***	-0.671 [-2.87]***	-0.692 [-3.33]***	-0.455 [-2.18]**	-0.476 [-2.07]**
INDUSTRY_D		included						
C		-0.048 [-0.45]	0.051 [0.46]	-0.032 [-0.39]	-0.036 [-0.37]	-0.024 [-0.32]	0.076 [1.01]	-0.040 [-0.53]
n		682	698	690	723	718	716	742
修正済R <sup>2</sup>		0.088	0.079	0.101	0.111	0.085	0.074	0.075

※\*p<0.1, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

※ [ ] 内はWhiteの修正を施した標準誤差によるt値である。

## Appendix. 指標の一覧

指標一覧	
A	資産
MVE	株式時価総額
CFO	営業活動によるキャッシュ・フロー
COGS	売上原価
Accruals	裁量的アクルーアル
PROD	製造費用
DISEXP	裁量的費用
S	売上高
ΔS	今年度の売上高から前年度の売上高を引いたもの
PPE	有形固定資産
Abnormal CFO	式(1)より算出した異常なCFO
Abnormal COGS	式(2)より算出した異常なCOGS
Abnormal PROD	式(3)より算出した異常なPROD
Abnormal DISEXP	式(4)より算出した異常なDISEXP
Abnormal ACCR	式(5)より算出した裁量的アクルーアル
SUM1	Abnormal DISEXPとAbnormal COGSの合計額。負に大きければ大きいほど、利益調整額が大きい。
SUM2	Abnormal DISEXPとAbnormal PRODの合計額。負に大きければ大きいほど、利益調整額が大きい。
BANK	期末の金融機関保有株式数を発行済株式総数で割ったもの。金融機関持株比率(%)
FIRM	期末のその他法人保有株式数を発行済株式総数で割ったもの。その他法人持株比率(%)
FOREIGN	期末の外国人保有株式数を発行済株式総数で割ったもの。外国人持株比率(%)
SIZE	時価総額のログをとったもの
NI	経常利益を資産で除したもの
DEBT	負債比率
MTB	時価簿価比率
C	定数項
INDUSTRY_D	産業ダミー

## VIII 結論

本稿では、Roychowdhury [2006] を手がかりとして、2005年から2011年にかけて株式所有構造が会計的利益調整ならびに実体的利益調整に与える影響に関して検証を行った。本稿では、株式所有構造として、日本特有とされる安定株主を構成する金融機関、一般事業法人、近年増加している外国人の3つの株主に注目している。

その結果、金融機関ならびに一般事業法人の株式所有によって売上高調整、過剰生産や裁量的費用を用いた実体的利益調整が行われにくいことがわかった。その一方で、外国人株主の存在が、経営者の行動に影響を与えるという証拠は得られなかった。最後に、会計的利益調整に関しては株主による利益調整の抑制がほとんどみられなかった。この点は、野間 [2002] と結果が異なる。可能性として、サンプル期間が異なること、あるいは株主や経営者の行動に変化が起こったことが考えられる。たとえば、アメリカの機関投資家と同様の行動パターンを日本の外国人投資家が行っている

る可能性、外国人投資家がそもそも情報の非対称性が低い企業の株式を購入している可能性、企業環境の変化により経営者の利益調整行動が変化した可能性などが考えられる。

本稿の貢献は、コーポレート・ガバナンスの一つである日本特有の株式所有構造が実体的利益調整と会計的利益調整にどのような影響を与えるか、という点に着目して研究を行った点である。本稿では、同一のサンプル期間を用いて実体的利益調整と会計的利益調整の比較を行っており、この試みは筆者が知る限り初めてである。なお、本稿の課題として、まず実体的利益調整の検出モデルをより精緻化すること、次に金融機関・一般事業法人、外国人以外の変数を取り扱っていないことがあげられる。この点は将来の課題としたい。

現在、実体的利益調整の研究は、会計的利益調整の研究ほど蓄積が進んでいない。本稿では裁量の費用、過剰生産、売上高調整による実体的利益調整に関して検証を行ったが、これら以外にも資産売却タイミングの変更など、経営者がとりうる実体的利益調整は存在する。さらなる研究の蓄積が求められる。

### 参考文献

- Aoki Masahiko and Patrick Hugh T., 1994. *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Bartov Eli, 1993. "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation" *The Accounting Review*, 68(4) : 840-855.
- Bhojraj Sanjeev, Hribar Paul, Picconi Marc and McInnis John, 2009. "Making Sense of Cents : An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts" *Journal of Finance*, 64(5) : 2361-2388.
- Bushee Brian J., 1998. "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior" *The Accounting Review*, 73(3) : 305-333.
- Butler Stephen A., and Newman Harry A., 1989. "Agency Control Mechanism Effectiveness and Decision Making in an Executive's Final Year with a Firm" *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 145(3) : 451-464.
- Cheng Qiang and Warfield Terry D., 2005. "Equity Incentives and Earnings Management" *The Accounting Review*, 80(2) : 441-476.
- Chung Richard, Firth Michael and Kim Jeong-Bon, 2002. "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management" *Journal of Corporate Finance*, 8(1) : 29-48.
- Cohen Daniel A., Dey Aiyesha and Lys Thomas Z., 2008. "Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre-and Post-Sarbanes-Oxley Periods" *The Accounting Review*, 83(3) : 757-787.
- Cohen Daniel A., and Zarowin Paul, 2010. "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings" *Journal of Accounting and Economics*, 50(1) : 2-19.
- Cohen Daniel, Mashruwala Raj and Zach Tzachi, 2010. "The Use of Advertising Activities to Meet Earnings Benchmarks : Evidence from Monthly Data" *Review of Accounting Studies*, 15(4) : 808-832.
- Dechow Patricia M., and Sloan Richard G., 1991. "Executive Incentives and the Horizon Problem : An Empirical Investigation" *Journal of Accounting and Economics*, 14(1) : 51-89.
- Fields Thomas D., Lys Thomas Z., and Vincent Linda, 2001. "Empirical Research on Accounting Choice" *Journal of Accounting and Economics*, 31(1) : 255-307.
- Graham John R., Harvey Campbell R., and Rajgopal Shiva, 2005. "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting" *Journal of Accounting and Economics*, 40(1) : 3-73.
- Gunny Katherine A., 2010. "The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance : Evidence from Meeting Earnings Benchmarks" *Contemporary Accounting Research*, 27



(3) : 855-888.

- Healy Paul M., and Wahlen James M., 1999. "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting" *Accounting Horizons*, 13(4) : 365-383.
- Jones Jennifer J., 1991. "Earnings Management during Import Relief Investigations" *Journal of Accounting Research*, 29(2) : 193-228.
- McNichols Maureen F., 2001. "Research Design Issues in Earnings Management Studies" *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4) : 313-345.
- Roychowdhury Sugata, 2006. "Earnings Management through Real Activities Manipulation" *Journal of Accounting and Economics*, 42(3) : 335-370.
- Schipper Katherine, 1989. "Commentary on Earnings Management" *Accounting Horizons*, 3(4) : 91-102.
- Scott William Robert, 2014. *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall Upper Saddle River, NJ.
- Shuto Akinobu and Teshima Nobuyuki, 2008. "Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan" *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19(2) : 107-132.
- Skinner, Douglas J., and Richard G. Sloan, (2002) "Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio," *Review of Accounting Studies*, 7(2-3) : 289-312.
- Warfield Terry D., Wild John J., and Wild Kenneth L., 1995. "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings" *Journal of Accounting and Economics*, 20(1) : 61-91.
- Watts Ross L., and Zimmerman Jerold L., 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall.
- Zang Amy Y., 2012. "Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management" *The Accounting Review*, 87(2) : 675-703.
- 青木昌彦, 2008. 『比較制度分析序説：経済システムの進化と多元性』講談社.
- 太田浩司・西澤賢治, 2008. 「法人税率変更と企業の利益調整行動」『現代ディスクロージャー研究』(8) : 43-57.
- 岡部孝好, 1994. 『会計報告の論理—日本の会計の探求』森山書店.
- 小佐野広, 2001. 『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社.
- 落合孝彦, 2009. 「投資家の株式保有目的」坂本恒夫・松村勝弘編『日本の財務経営』所収, 67-86 ページ, 中央経済社.
- 乙政正太・榎本正博, 2008. 「株式の所有構造と経営者の業績予想」『産業経理』68(3) : 75-85.
- 神山直樹, 2013. 「日本のリターン革命(4) : 日本再興戦略の提言」.
- 木村史彦, 2003. 「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」『管理会計学』11(1) : 43-55.
- 経済産業省, 2014. 「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト 最終報告書」.
- シェアード ポール, 1995. 『株式持合いとコーポレート・ガバナンス』青木昌彦・ドーア ロナルド編『システムとしての日本企業』所収, 389-435 ページ NTT 出版.
- 首藤昭信, 2013. 「利益調整研究の体系と新動向」『証券アナリストジャーナル』51(5) : 6-19.
- , 2010. 『日本企業の利益調整 : 理論と実証』中央経済社.
- , 2006. 「株式所有構造が利益調整および利益の情報量に与える影響 特集 利益調整行動と利益の質」『証券アナリストジャーナル』44(5) : 42-56.
- 須田一幸・花枝英樹, 2008. 「日本企業の財務報告—サーベイ調査による分析」『証券アナリストジャーナル』46(5) : 51-69.
- 円谷昭一, 2014. 「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『プロネクサス総合研究所レポート』8 : 5-16.
- , 2007. 「インベスター・リレーションズ (IR) と業績予想の関係」『会計』172(4) : 541-556.
- 野間幹晴, 2002. 「コーポレート・ガバナンスと経営者の裁量的行動」『会計』162(5) : 116-130.
- 山口朋泰, 2011. 「実体的裁量行動の要因に関する実証分析」『管理会計学』19(1) : 57-76.

- , 2009. 「機会主義的な実体的裁量行動が将来の業績に与える影響に関する実証分析」『会計プロGRESS』10 : 117-137.
- 横山 淳, 2011. 「株式保有状況開示の概況 2011 年度版」大和総研.