

Title	親会社と子会社経営者間のエージェンシー問題に対する考察： 経営者属性の違いによる利益マネジメントの実証的研究
Sub Title	
Author	久保田, 良貴(Kubota, Yoshitaka) 太田, 康広(Ōta, Yasuhiro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2021
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2021年度経営学 第3834号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002021-3834

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2021 年度）

論文題名

親会社と子会社経営者間のエージェンシー問題に対する考察
—経営者属性の違いによる利益マネジメントの実証的研究—

主 査	太田 康広 教授
副 査	大林 厚臣 教授
副 査	齋藤 卓爾 准教授
副 査	

氏 名	久保田 良貴
-----	--------

論文要旨

所属ゼミ	太田康広 研究会	氏名	久保田 良貴
(論文題名)			
親会社と子会社経営者間のエージェンシー問題に対する考察 —経営者属性の違いによる利益マネジメントの実証的研究—			
(内容の要旨)			
<p>本研究では、利益マネジメントという会計的な側面から親会社と子会社経営者間のエージェンシー問題について考察した。情報の非対称性と経営者属性に焦点を当て、子会社経営においてプロパー経営者の活用は利益マネジメントのリスクを増大させ、出向経営者を活用することでリスクが低減されるという仮説を実証的に分析し、有意な結果を得た。また、操作前時点で好業績が認識される場合には利益マネジメントを行う必要性が低く、運転資本の効率性が高い企業では会計的な裁量が多いことから利益マネジメントを行うリスクが高まることが示唆された。</p> <p>また、子会社経営をプロパー経営者に任せる状況について検証し、子会社経営において業績の不確実性が高い場合に、親会社はプロパー経営者を活用するという示唆を得た。また、プロパー経営者の報酬体系に焦点を当てた検証を行い、プロパー経営者は出向経営者よりも報酬の業績連動性が高いという結果を得た。</p> <p>一方、出向経営者についても、特定の状況下においては利益マネジメントのリスクが高まることを実証的に分析した。まず、出向在籍期間に着目し、出向在籍期間が短いことが利益マネジメントを行うリスクを高めることを検証した。プロパー経営者に対する検証においてプロパー経営者のほうが利益マネジメントを行うリスクが高いことを検証したが、一般に在籍期間が長いと考えられるプロパー経営者が利益マネジメントを行う一方で、出向経営者の場合は出向在籍期間が短いほどリスクが高いという逆の結果が得られた。</p> <p>また、出向経営者の利益平準化行動についても検証を行った。具体的には、利益マネジメント実行前の業績の代理変数として営業キャッシュフローに着目し、出向経営者の場合には営業キャッシュフローが大きい場合に利益マネジメントが行われることを検証した。通常は営業キャッシュフローが小さいほど損失回避や減益回避のために利益マネジメントが行われるが、出向経営者の場合には営業キャッシュフローが大きい場合ほど利益マネジメントが行われることがわかった。これは、報酬体系や長期的なキャリア傾向など出向経営者の特殊な状況が影響している可能性あることが考えられる。</p> <p>以上のように、本研究では出向経営者とプロパー経営者という異なる属性が、子会社経営者の利益マネジメント行動に与える影響について検証を行い、属性ごとに置かれた状況や特性違いが、異なる利益マネジメント行動として現れることがわかった。これらの結果は、エージェンシー問題の観点から子会社マネジメントに関する多くの示唆を与えるものである。</p>			

目次

論文要旨.....	1
目次.....	2
1. 研究の目的と概要.....	3
2. 先行研究.....	6
2.1. 会計情報とエージェンシー問題.....	6
2.2. 情報の非対称性と利益マネジメント.....	6
2.3. 経営者属性と利益マネジメント.....	7
2.4. 親会社と子会社の間には生じるエージェンシー問題.....	7
3. 仮説の構築.....	9
3.1. 経営者属性と利益マネジメント.....	9
3.2. プロパー経営者の利益マネジメント.....	10
3.3. 出向経営者の利益マネジメント.....	11
4. データと研究手順.....	14
4.1. サンプルの選択.....	14
4.2. 変数の設定と基本統計量.....	15
4.3. 利益マネジメントの測定.....	16
5. モデル設定と検証結果.....	20
5.1. 経営者属性と利益マネジメントの検証.....	20
5.2. プロパー経営者の利益マネジメントの検証.....	22
5.3. 出向経営者の利益マネジメントについての検証.....	26
6. 結論と課題.....	31
6.1. 結論.....	31
6.2. 課題.....	32
参考文献.....	33
謝辞.....	35

1. 研究の目的と概要

組織は「契約の束」(Alchian and Demsetz 1972)と言われるように、組織活動はあらゆるレベルでの契約で成り立っており、各レベルにおいてエージェンシー問題が発生する。Jensen and Meckling (1976)は、エージェントとプリンシパルの情報の非対称性に焦点を当て、企業と様々なステークホルダーとの間に生ずるエージェンシー問題についてのリスクを明らかにしている。このようなエージェンシー問題は、株主と経営者間のみならず、組織が拡大、多角化する過程で必要となる決定権の分散化により、より深刻な問題となって顕在化する(Jensen and Meckling 1995)。

一方で、Williamson (1975)は、不確実性の高まりや非対称情報により外部市場の取引コストが増大すると、企業は取引を内部に取り込む必要があることを主張した。また、企業規模が拡大し組織の複雑性が増す中では、限定合理性などの観点から、事業部制やコングロマリット組織のように権限を移譲することで、効率的な組織運営が可能になることを説いている。

これらのような権限移譲を重視した組織形態は今日においても多くの企業で採用されており、経営環境の変化が激しくスピードが重視される時代においては、ますます重要性を増している。

本研究では、組織が決定権を分散化する中で、多くの企業が直面する親会社と子会社経営者との間に生じるエージェンシー問題に焦点を当てた実証的な分析を行う。特に会計的な側面から親会社、子会社間のエージェンシー問題を考察し、ガバナンスについての子会社マネジメントに関する示唆を得ることを目的としている。

会計分野においては、財務報告や投資判断などの文脈の中で、エージェンシー問題をテーマとした様々な研究が行われている。中でも、利益マネジメントは最も重要な研究テーマの一つである。

一般に利益マネジメントとは、企業業績の報告において、会計基準の範囲内で経営者に認められる裁量を使用して、報告される業績を恣意的に操作する経営者の利益調整行動である。Schipper (1989)によれば、利益マネジメントとは、外部への財務報告プロセスに意図的に介入し、私的な利益を得ることを目的とした情報開示に対するマネジメントであると定義されている。また、Healy and Wahlen (1999)は、経営者が利益マネジメントを実行する目的を整理しており、財務報告や外部取引において、経済的パフォーマンスについて一部の利害関係者を誤解させるか、または会計情報に依存する契約上の結果に影響を与えることを目的として、利益マネジメントが実行されることを指摘している。このように、利益マネジメントは株主から経営を任される経営者の行動が監視でないことに起因する、エージェンシー問題の一つであると考えられる。

また、本研究は、日本における上場子会社を対象とした研究である。日本においては、雇用慣行やマネジメントについていくつかの特徴があると言われるが、年功賃金

や企業別組合と並び、代表的な特徴の一つが終身雇用である。Hatvany and Pucik (1981)は、日本企業のマネジメントの特徴としてジョブローテーションや遅い昇進などの内部労働市場の存在を指摘しているが、日本企業は、内部労働市場を活用しながら終身雇用を維持してきた。そして、このような終身雇用を維持するための具体的な人事施策の一つとして、子会社への出向という方策が用いられてきた。

本研究では、親会社から子会社へ出向した経営者の利益マネジメントについての分析を行うが、日本においては、多くの企業で親会社からの出向経営者が子会社マネジメントを担っている。本研究のサンプル（日経 NEEDS に財務情報が収録されている子会社）では、約 80%の企業が代表取締役の中に親会社からの出向者が含まれている。

エージェンシー問題の観点から考えれば、親会社は出向経営者を送り込むことで、全社戦略をより子会社に浸透させながら情報の非対称性を緩和することができる。反対に、短期間での配置転換を繰り返す場合には、近視眼的な経営を行うリスクが高まるというデメリットも考えられる。

一方、経営環境の変化が激しくスピードが重視される中では、子会社への権限移譲のため、事業に精通する子会社のプロパー社員に経営を任せるという選択肢もある。Jensen and Meckling (1995)は特定の状況変化に適応するために、これらの状況に精通し、また、対応に必要で活用できる資源を直接理解している人材に決定権を分散化することの重要性を説いている。このようにプロパー社員に経営を任せることで、事業や資産の特殊性への対応や専門性の活用などの効果が期待できる。

しかし、親会社とプロパー経営者との間では、目的の不一致や情報の非対称性が大きいことが想定される。さらに、親会社から見た能力の不確実性が高いことから、モラルハザードなどのエージェンシー問題に関するリスクが高まることが予想される。

以上のように、異なる特徴を持つ出向経営者とプロパー経営者は、子会社経営に対する行動も大きく異なることが予想される。そこで、本研究では、日本の上場子会社を中心としたサンプルを活用して、子会社経営を担当する経営者の属性による利益マネジメントの違いについて仮説を設け、検証を行った。

本研究の意義は、以下の 3 点に集約することができる。1 つ目は、子会社を対象とした利益マネジメント研究に限られる中で、日本の上場子会社に着目することで子会社経営における利益マネジメント研究に関する知見を積み重ねたことである。2 つ目の意義は、子会社マネジメントにおけるプロパー経営者や出向経営者の活用が、異なるタイプのエージェンシー問題を引き起こすことを確認したことである。プロパー経営者は情報の非対称性が影響することにより利益マネジメントを実行しているが、出向経営者については近視眼的な経営が利益マネジメントにつながっている可能性があることがわかった。3 つ目の意義は、今日のように権限移譲がより重要になる環境下において、権限移譲を重視した組織形態である子会社の経営者として、出向経営者とプロパー経営者のいずれを活用するかという経営上の意思決定に対して、重要な示

唆を与えていることである。

本論文の次章以降の構成は、以下のように展開する。第二章では、エージェンシー問題と利益マネジメントに関する先行研究を整理する。第三章では、本研究における仮説を設定し、第四章で具体的な検証のアプローチを説明する。第五章で、仮説に対する検証と結果の考察を行い、最後に第六章で結論と課題について述べる。

2. 先行研究

2.1. 会計情報とエージェンシー問題

会計情報とエージェンシー問題に対しては、数多くの研究が行われてきたが、Roychowdhury et al. (2019)は、財務報告と企業の投資行動におけるエージェンシー問題についての先行研究を整理したフレームワークを提供している。彼らは、情報の非対称性と不確実性により異なる環境下にある企業の状況を分類し、それぞれの分類において財務報告が企業の投資効率に与える影響を考察している。

具体的には、情報の非対称性がある状況では、必要な情報を把握できないことにより正しい投資判断ができない問題を逆選択、また、エージェントの行動を把握できないことによる非効率な投資行動の問題をモラルハザードとして分類している。一方で、情報の非対称性が無い場合でも不確実性がある状況では、同業他社からの情報取得や取得情報からの学習により、企業の投資行動が変化することを整理している。

2.2. 情報の非対称性と利益マネジメント

エージェンシー問題を引き起こす最も重要な要素である情報の非対称性と利益マネジメントの関係に対しても、様々な研究が行われている。

Schipper (1989)は、一般的に認められた会計手続きにおいて、経営者がアクルーアル（会計的発生高）を操作する方法は多様であり、裁量的なアクルーアルを操作することで、会計報告に情報価値がなくなる可能性について言及している。また、情報の非対称性が高い状況では、企業の利害関係者が経営者の行動を十分にモニタリングする資源、インセンティブ、関連情報へのアクセスを持たず、これが利益マネジメントを誘引することを主張した。

しかし、数理モデルとして分析されてきた情報の非対称性と利益マネジメントの関係について、実証的に分析した研究が行われていないことにより、数理モデルと実証研究の間に乖離が生じていることが問題であることについても指摘している(Schipper 1989)。

Schipper (1989)が提起した問題に対応して、Richardson (2000)は、情報の非対称性と利益マネジメントの関係を実証的に分析した。アナリスト予測の分散が大きい状況や新規株式公開など、情報の非対称性が大きい状況下では経営者が裁量的アクルーアルを増大させることを検証し、情報の非対称性と利益マネジメントに正の相関があることを示した。

2.3. 経営者属性と利益マネジメント

本研究では、子会社経営者が親会社からの出向であるか子会社のプロパーであるかという経営者属性の違いに焦点を当てた分析を行うが、経営者属性が利益マネジメントに与える影響についても様々な研究が積み重ねられている。具体的には、経営者の報酬や在任期間、就任、退任など、幅広いテーマで研究が行われている。

BALSAM (1998)は、裁量的アクルーアルを利用した利益マネジメントが CEO の報酬に影響を与えることを示した。具体的には、裁量的アクルーアルにより利益が増加すれば報酬も増加するという関係性がある一方で、裁量的アクルーアルにより利益を減少させても報酬減少に対する影響が小さいことを実証した。

Kaplan (1994)は、役員報酬について日本企業と米国企業を比較した研究を行い、株主による監視機能が弱いとされる日本においても、業績が悪化すれば経営者交代や役員報酬の減額に影響するという、米国と同様の傾向があることを指摘している。特に利益が赤字の場合には、米国企業よりも日本企業のほうが、経営者交代や役員報酬の減額につながる可能性が高いことを実証している。

Shuto (2007)は、日本企業を対象に、利益マネジメントと役員報酬の関係を検証しており、日本においても経営者は利益マネジメントを利用して役員報酬を増加させていることを実証した。また、ボーナスの設定がない経営者は、利益平準化のために利益を減少させる利益マネジメントを行っていることも実証的に示している。

Ali and Zhang (2015)は、CEO の在任期間が利益マネジメントに与える影響について検証した。在任期間が短いほど利益を過大計上する傾向があり、内外からの監視体制が強い企業では、その傾向は抑制されるという結果を得ている。これは新任の CEO が、市場から良い評価を得ようとするのが利益マネジメントのインセンティブとなっていることを示唆している。また、就任初期の過大計上をコントロールすると、利益の過大計上は、退任年にも大きくなる傾向があることを指摘している。

また、Pourciau (1993)は、経営者交代時の利益マネジメントに焦点を当てた研究を行っている。経営者が就任直後に評価損などの計上により利益減少型の利益マネジメントを行い、翌期に利益増加型の利益マネジメントを行うことを実証的に示した。

2.4. 親会社と子会社の間に見えるエージェンシー問題

マルチセグメント企業や、親会社と子会社間のエージェンシー問題についても、様々な研究が行われている。

Stein (2003)は、マルチセグメント企業の部門責任者のモラルハザードに焦点を当て、CEO と異なるインセンティブを持つ部門責任者をモニタリングする際に、モラルハザード・コストが発生し、コンフリクトが生じる可能性があることを指摘してい

る。モラルハザードの存在により部門間の非効率な資本配分をもたらす可能性があるが、会計情報を活用した情報の非対称性の解消が、そのようなコンフリクトを緩和する可能性を示唆している。

Gong (2003)は、多国籍企業に焦点を当て、親会社との目標の共有などの観点から本国からの駐在員のほうが現地マネージャーよりも優れていることを主張した。また、文化的距離と海外駐在員の雇用との関係、およびその関係が時系列でどのように変化するかを検証している。多国籍企業が現地子会社に駐在員を派遣する傾向は、現地子会社の CEO、経営陣、従業員の各レベルで、文化的距離によって高まり、時間の経過とともに弱まっていくことを実証した。さらに、親会社から駐在員を送り込むことで子会社の労働生産性が向上し、この効果は、一般的に文化的距離が長くなるほど強くなるが、操業年数を重ねるほど弱くなることを示している。

Kostova et al. (2016)は、多国籍企業の親会社と子会社間のエージェンシー問題を、情報の非対称性と限定合理性の観点から整理したフレームワークを提供している。特にそれまでの研究と異なり、個人レベルではなくユニットレベルの分析に焦点を当てている。また、組織内部の部分的な利己主義や限定合理性を考慮したうえで、外部の社会条件を考慮した考察を行っている。

Bebenroth and Froese (2020)は、Kostova et al. (2016)が提案したフレームワークを活用し、海外子会社の駐在員交代が子会社のパフォーマンスに与える影響を検証している。海外子会社の駐在員が交代すると子会社のパフォーマンスは低下するという結果から、海外駐在員が後任者として業績を高めることが難しいことを主張している。さらに、業績が悪化している海外子会社における駐在員交代は、さらなる業績の悪化につながるという結果を得ている。一方で、社歴が長く成熟した海外子会社では、海外駐在員を現地マネージャーに置き換えることで、パフォーマンスが向上することを実証している。

また、親会社からの駐在員と現地子会社出身のマネージャーについて、親会社と現地国に対するコンテクストの違いから、それぞれの特徴を分類している。具体的には、現地子会社出身のマネージャーは現地の文化やステークホルダーに精通しているインサイダーであるが、親会社から見た場合には物理的にも距離がありアウトサイダーとなる。一方、親会社からの駐在員は親会社での勤務経験などにより人的資本等を蓄積しており、親会社とのコミュニケーションや調整をスムーズにできるインサイダーであるが、現地子会社から見た場合にはアウトサイダーとなる。

このような特徴は程度の違いはあるものの、親会社と国内子会社でも同じような傾向があることが想定される。

3. 仮説の構築

3.1. 経営者属性と利益マネジメント

Jensen and Meckling (1976)によれば、仕事を依頼するプリンシパルとエージェントというエージェンシー関係においては、それぞれが異なる自己利益を追求しようとするため、目標の不一致や情報の非対称性が発生する。このようなエージェンシー問題は、制度的にも物理的にも距離がある、親会社と子会社経営者の間では特に深刻な問題として顕在化する (Kostova et al. (2016)、Bebenroth and Froese (2020))。しかし、両者の間に生じるエージェンシーコストは単純な市場原理では解消されず、プリンシパルはエージェントが望ましい行動を取るようコントロールシステムを構築しなければならない。このように考えると、出向経営者の派遣という手段は、情報の非対称性を低減することなどにより、エージェンシー問題を緩和する対応策の一つであると考えられる。

親会社からの経営人材の派遣というテーマについては、多国籍企業の海外子会社へのトップマネージャーの派遣という文脈で多くの研究がされている。Bebenroth and Froese (2020)によれば、親会社は子会社に経営人材を派遣することで、知識移転、コントロールや調整などの目的を果たすことができる。また、派遣された経営人材は、親会社の文化や経営手法を理解しており、親会社と円滑にコミュニケーションを取ることができる。その結果、情報の非対称性が低下し、エージェンシー問題を緩和することができる。

一方で、子会社に雇用されて社内昇進を重ねることにより就任するプロパー経営者の場合、親会社が重視する全体最適よりも子会社中心の個別最適を優先することが考えられる。その結果、目的の不一致や情報の非対称性が拡大することが考えられる。また、プロパー経営者は子会社に関係する地域やネットワークにより深く組み込まれており、目的の不一致は大きくなることから、エージェンシーコストが増大することが予想される。

以上のように、プロパー経営者は出向経営者と比較してエージェンシー問題が深刻化することが想定されるが、会計分野におけるエージェンシー問題に関連する研究テーマの一つに利益マネジメント研究がある。Schipper (1989)やRichardson (2000)では、情報の非対称性と利益マネジメントの関係性に焦点を当てた研究が行われている。これらの研究では、経営者の行動をモニタリングするための資源やインセンティブ、関連情報へのアクセスが不十分である場合に、情報の非対称性が拡大し、利益マネジメントが行われるリスクが増大することが明らかにされている。そこで、以下の仮説①を設定する。

仮説①：プロパー経営者に子会社経営を任せる場合、親会社に対する情報の非対称性の拡大などにより利益マネジメントが行われるリスクが高まるが、出向経営者を任命することでそのリスクが緩和される

3.2. プロパー経営者の利益マネジメント

前節で考察したとおり、エージェンシーコストの増大が予想されるにも関わらず、子会社経営をプロパー経営者に任せる企業は多く存在する。本研究のサンプルにおいては、代表取締役の中にプロパー経営者が含まれる子会社は全体の約40%に上る。もし、前節の仮説が支持された場合、ネガティブな側面があるにもかかわらず、なぜ親会社は子会社経営をプロパー経営者に任せるのか、という疑問が生じる。したがって、本節では、プロパー経営者が利益マネジメントを行う状況と理由について考察する。

Jensen and Meckling (1995)によれば、特に迅速な意思決定が必要な状況においては、特定の知識を有し、特定の状況に対応できる人材に決定権を分散化することが必要であることを説いている。すなわち、子会社マネジメントにおいても、子会社の競争環境が厳しく意思決定のスピードが重要である場合には、決定権を現場に近い人材に分散化する必要がある。また、別の観点では、親会社から見て子会社の事業や産業の特殊性が高い場合などにも、権限移譲が必要となることが考えられる。

そこで、プロパー経営者が子会社経営を任される経営環境を考察するために、以下の仮説②-1を設定する。

仮説②-1：プロパー経営者が経営を任される場合、意思決定スピードが重視されるような競争環境の厳しい状況にあり、プロパー経営者が経営を担う子会社は業績が安定しない環境下におかれている

また、プロパー経営者の活用がエージェンシーコストを増大させ、エージェンシー問題を深刻化させるとすると、親会社はエージェンシーコストを減少させるための手段を講じる必要がある。多くの先行研究が示しているように、対応策の一つとして、目的の不一致の緩和につながる報酬システムにおけるインセンティブの設定が考えられる。

Jensen and Meckling (1976)は、適切なインセンティブを設定することによりエージェンシー問題を緩和することができ、決定権の分散化を機能させるためにはインセンティブを活用した報酬システムが不可欠であることを指摘している(Jensen and Meckling 1995)。

前述の通り、親会社は意思決定のスピードが求められるような状況において、プロ

パー経営者に子会社経営を任せることが考えられる。そのような状況下においては、**Jensen and Meckling (1995)**が指摘するように、インセンティブによる報酬システムを設定することで、子会社経営者との間のエージェンシー問題を緩和しようと試みる事が予想される。そこで、以下のとおり、仮説②-2を設定する。

仮説②-2：プロパー経営者の活用によりエージェンシーコストが高まるため、エージェンシー問題を緩和するために、プロパー経営者の報酬体系は業績連動性が高い

以上のように、親会社は決定権の分散化を目的としてプロパー社員に子会社経営を任せ、エージェンシー問題を回避するために、報酬体系の業績連動性を強めることが考えられる。しかし、業績の不確実性や強い報酬の業績連動性が強まることにより、プロパー経営者が利益マネジメントを行うインセンティブが増大することが予想される。具体的には、不安定な業績によるプレッシャーから利益平準化のための利益マネジメントを行うことや、自己の報酬を高めるために利益増加型の利益マネジメントを行うことが考えられる。

3.3. 出向経営者の利益マネジメント

Hatvany and Pucik (1981)は、日本企業のマネジメントの特徴として、内部労働市場に基づいたジョブローテーションと遅い昇進を挙げているが、子会社への出向はそれらを実現するための重要な人事施策の一つであると考えられる。子会社への出向により、ポストの不足や昇進の遅延傾向などの不備に対応し、長期に渡り終身雇用を支えてきた。

本研究においても仮説①でも考察したとおり、出向経営者の活用は利益マネジメントのリスクを低減させる可能性があると考えられる。しかし、出向という特殊な条件を考慮すると、特定の状況下においては利益マネジメントを行うリスクが増大することが予想される。

多国籍企業の海外駐在員について研究した **Bebenroth and Froese (2020)**によれば、3年から5年という短期間の赴任という特殊な条件が、自己利益のジレンマをもたらす。受入国の新しい環境下で新しい仕事に適応する導入期と親会社での良いポジションを確保するための交代直前期を考慮すると、実質的に目標達成に注力できるのは中盤の極めて短い期間である。このような特殊な状況が、親会社からの駐在員の利己的なエージェンシー問題を引き起こすことを指摘している。このような短期間の在籍という問題は、国内の出向においても当てはまる部分がある。

さらに、在籍期間の短い出向を繰り返すことは、経営者を短期視点に陥れる。在籍

期間の短い出向を繰り返すようなケースでは、事業を担当する継続性は低下し責任も分散されるため、出向経営者は短期的な利益を追求する経営を行うことが予想される。また、Ali and Zhang (2015)は、在任期間が短いCEOほど利益を過大計上する傾向があることを実証的に分析しており、短期間での異動を繰り返しているようなケースでは、利益マネジメントを行うリスクが増大することが考えられる。したがって、出向経営者の利益マネジメントについて、以下のとおり仮説③-1を設定する。

仮説③-1：在籍期間の短い出向が繰り返されるような体制においては、経営が近視眼的になることで利益マネジメントが行われるリスクが高まる

次に、出向経営者の利益平準化行動について考察する。一般に利益平準化とは、業績が悪い場合には将来の利益を当期に配分し、業績が良い場合には利益を将来に温存する経営者の行動である。ここでは、出向経営者の報酬体系やキャリアに関する特徴を捉えることで、利益平準化を目的とした利益マネジメントについて検討する。

まず、プロパー経営者は報酬の業績連動性が高いという仮説②-2が支持される場合、出向経営者の報酬に対する業績連動性はプロパーと比較して低いことが示唆される。その場合に、どのような要因が出向経営者の報酬決定にとって重要であるかという疑問が生じる。そこで、出向経営者とプロパー経営者のキャリアの違いについて考えることで、出向経営者の報酬体系について検討する。

内部昇進を重ねて就任するプロパー経営者を想定した場合、彼らにとって当該子会社での経営者としてのポジションはキャリアの終着点である可能性が高い。一方で、Hatvany and Pucik (1981)が日本の雇用慣行の特徴の一つに挙げた内部労働市場の活用という観点から考えた場合、出向経営者にとっては必ずしもそうではなく、キャリアの通過点である可能性がある。出向経営者は子会社も含むジョブローテーションによりポスト不足の影響を受けずにキャリアを積み重ね、遅い昇進という将来のキャリアを獲得することができる。したがって、親会社からの出向者にとって、出向先子会社での経営者としてのポジションは次のキャリアに向けたステップであり、彼らの報酬は、子会社での一時的な好業績よりも昇進を積み重ねることで高まることが予想される。

つまり、報酬と業績との連動性が高くなく昇進することにより報酬が高まるのであれば、出向経営者にとって、子会社での一時的な好業績よりも昇進を積み重ねることが重要であると考えることができる。したがって、継続的に目標を達成する必要のある出向経営者は、一時的な好業績が予測できた場合に、利益を次期に温存する利益平準化のインセンティブを持つことになる。そこで、出向経営者の利益平準化行動について、以下の仮説③-2を設定する。

仮説③－２：出向経営者は、利益マネジメントを行う前の段階での業績が好調である場合に、利益平準化のためにマイナス方向への利益マネジメントを行うリスクが高まる。

以上のように出向経営者については、出向在籍期間の短さや一時的な好業績のように特定の状況を想定して、利益マネジメントについての仮説を設定した。次章では、具体的な研究手順等について説明する。

4. データと研究手順

4.1. サンプルの選択

本研究のサンプルは、2006年から2020年を対象期間として構成されている。財務情報を含む企業の基本情報は総合経済データベースである「日経 NEEDS」から、経営者属性情報は企業情報データベースである「eol」に収録されている有価証券報告書より入手している。サンプルは、各データベースから必要なデータを取得可能な企業年を対象としており、銀行、証券、保険業種などの金融サービス業種は対象外としている。

表1は、最終的なサンプルの構成をまとめたものである。本研究で利益マネジメントの代理変数とする裁量的アクルーアルの推定では、企業別の回帰において該当企業年を含む3期分のデータが必要となるため、親会社情報が入手可能な4,089企業年(B)のうち、3期以内に必要データが取得できない企業年がある場合はサンプルから除外した。具体的には、3期以内に財務データがない337企業年、決算日の変更等で決算日数の増減がある108企業年、子会社でなかった期間がある412企業年、経営者属性を入手できなかった125企業年を除外し、最終的なサンプルサイズ(C)は、453社、3,107企業年となった。また、日経 NEEDS に親会社情報がある企業は、一部に有価証券報告書の提出会社である非上場会社を含んでいるが、日本国内のいずれかの証券市場に上場している企業が中心である。したがって、最終的なサンプルは、上場子会社を中心となっている。

なお、裁量的アクルーアルの算出方法などの詳細については、4.3.で後述する。

【表1：サンプルの選択方法】

	社数	企業年
対象期間に親会社情報がある企業の社数と全企業年	627	5,750 (A)
対象期間に親会社情報がない企業年	-	(1,661)
対象期間に親会社情報がある企業年	-	4,089 (B)
三期以内にデータがない企業年	-	(337)
三期以内に決算日の変更があった企業年	-	(108)
三期以内に子会社でなかった期間がある企業年	-	(412)
経営者属性情報が入手できなかった企業年	-	(125)
最終的なサンプルサイズ	453	3,107 (C)

《注記》

- ・対象期間は2006年から2020年
- ・(A)の企業年は対象期間のうち、日経 NEEDS の「親会社コード」、「実質親会社コード」、「親会社における議決権所有割合」のいずれかに、データが収録されている企業の全企業年数を

示す

- ・(B)は(A)から、上記親会社情報が収録されていない企業年を差し引いた企業年数を示す
- ・(C)は(B)から、裁量的アクルーアルの算出に必要なデータが入手できない企業年を差し引いた企業年数を示す

4.2. 変数の設定と基本統計量

次に、表 2 は、利益マネジメントの代理変数となる裁量的アクルーアルなどの主要な変数の基本統計量を示している。

【表 2：主要な変数の基本統計量】

	Mean	STD	Median	Q1	Q3
DAC	0.03610	0.05814	0.02188	0.00964	0.04243
SALES	1939.33173	4615.92671	503.87000	185.96500	1674.12500
ROE	0.07421	1.12883	0.06433	0.02778	0.10415
EXPAT	0.79273	0.40542	1.00000	1.00000	1.00000
TENURE	6.50915	5.75306	5.00000	3.00000	8.00000

《注記》

- ・「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「SALES」は売上高もしくは営業収益（単位：億円）、「ROE」は東証基準の ROE（当期純利益/（期首自己資本+期末自己資本）÷ 2）、「EXPAT」は代表取締役に outward 経営者が含まれる場合のダミー変数、「TENURE」は各企業年における代表取締役に含まれる outward 経営者の outward 在籍期間の平均値、をそれぞれ表す
- ・DAC は、規模の影響を緩和するため計算過程において前期末資産で基準化している（DAC の算出方法は 4.3.を参照）

「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「SALES」は売上高もしくは営業収益、「ROE」は東証基準で算出した ROE¹、「EXPAT」は代表取締役に outward 経営者が含まれる場合のダミー変数、「TENURE」は各企業年における代表取締役に含まれる outward 経営者の outward 在籍期間の平均値、をそれぞれ表している。なお、DAC については、

¹ 東証基準で算出した ROE：

親会社株式に帰属する当期純利益 / （前期末時点の自己資本※との平均）

※自己資本＝純資産－新株予約権－少数株主持分

4.3.で算出方法の詳細を説明する。

まず、SALESの中央値は503億円となっているが、サンプルの対象期間と同期間で日経NEEDSに収録されている全企業の売上高の中央値は442億円であることから、サンプルの中央値は60億円程度高くなっていることがわかる。

また、経営者属性のダミー変数であるEXPATは、有価証券報告書に記載されている経営者の略歴に基づいて、目視により分類作業を行った。具体的には、各企業年における代表取締役を対象として、経営者略歴に親会社での所属歴がある場合は出向、所属歴がない場合はプロパーと判断し、代表取締役に出向が含まれる企業年を「1」、出向が一人も含まれずプロパーのみで構成される企業年を「0」とした。

EXPATの平均値は0.8程度であることから、サンプルの8割弱で代表取締役に出身経営者が含まれ、プロパー経営者のみで構成される企業年は全体の2割程度である。このことから、日本においては、多くの企業が子会社マネジメントに出向経営者を活用していることがわかる。

また、平均出向在籍期間であるTENUREは、出向経営者が最初に各子会社に在籍した企業年を基準として個別に算出した在籍期間に対して、複数の出向経営者が在籍する場合には企業年ごとに平均をとったものである。

TENUREの中央値は5年、第1四分位から第3四分位は3年から8年となっている。

4.3. 利益マネジメントの測定

一般に利益マネジメントとは、企業業績の報告において、会計基準の範囲内で経営者に認められる裁量を使用して、報告される業績を恣意的に操作する経営者の利益調整行動である。さらに、利益マネジメントは、キャッシュフローへの影響により2つの分類を設けることができる。キャッシュフローに影響を与える利益調整行動を実体的利益マネジメントといい、影響を与えない利益調整行動を会計的利益マネジメントという。前者は広告宣伝費や研究開発費の削減のような実体的な経営活動の変更を伴うものであり、後者は会計的手続きの変更に加えて、引当金の見積りや売掛金の収益認識の変更などが含まれる。本研究では、後者の会計的利益マネジメントに着目して、実証的な分析を行う。

会計的利益マネジメントの代表的な検証方法として、裁量的アクルールに着目する方法がある。裁量的アクルールとは、会計利益のうちキャッシュフローを伴わないものの中で、経営者の裁量によりコントロールが認められているものを指しており、利益マネジメント研究の多くは裁量的アクルールを利益マネジメントの代理変数としている。本研究においても先行研究に倣い、利益マネジメントの代理変数として裁量的アクルールを用いる。

裁量的アクルーアルは、以下のように、総アクルーアル²から経営者にとって操作できない部分である非裁量的アクルーアルを差し引くことで算出される。

$$DAC_{i,t} = TAC_{i,t} - NDAC_{i,t} \quad (1)$$

ここで、「DAC」は裁量的アクルーアル、「TAC」は総アクルーアル、「NDA」は非裁量的アクルーアルを表しており、iは個別企業、tは決算年を表している。ただし、これらの変数のうちTACは財務諸表上の数値から算出が可能であるが、NDACは、実際の検証において裁量部分と非裁量部分を明確に分離することができず、財務諸表上の数値から算出することができない。これは、経営者が持つ情報の非対称性に起因するものである。具体的に言えば、売上計上を今期に入れるべきか次期に入れるべきかという売上計上のタイミングを外部から判断することが難しい、というような状況を考えることができる。経営活動においてはこのように経営者に与えられる裁量が多く存在するため、裁量と非裁量を分離することは困難である。

そこで会計研究においては、会計利益を裁量、非裁量部分に分離する方法に対して、多くの研究がなされてきた。中でも最も代表的な研究として、Jones (1991)がある。Jones (1991)の推定モデルは、以下のように非裁量的アクルーアルの推定のために、売上高の変化額と償却性固定資産額を用いる方法である。

$$TAC_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$NDAC_{i,t} = a + b_1 \Delta REV_{i,t} + b_2 PPE_{i,t} \quad (3)$$

ここで、「TAC」は総アクルーアル、「NDAC」は非裁量的アクルーアル、「 ΔREV 」は売上高の増減額、「PPE」は償却性固定資産額をそれぞれ表しており、iは個別企業、tは決算年である。また、a、b1、b2は、それぞれ(2)で推定された係数 α 、 β_1 、 β_2 を表している。なお、TACおよび ΔREV 、PPEは、企業規模の影響を緩和するため計算過程において前期末資産で基準化している。

以上のような裁量的アクルーアル算出の流れを整理すると、以下ようになる。まず、サンプルデータを使用し、Jonesモデルにより(2)式を推定する。次に、(3)式に(2)式の推定係数と個別企業の企業年ごとのデータを代入し、非裁量的アクルーアルNDACを算出する。最後に、(2)の予測誤差を裁量的アクルーアルの代理指標と捉え、(3)式より算出したNDACを、(1)式に当てはめることで企業年ごとに裁量的アクルーアルを算出することができる。

² 総アクルーアル (TAC) :

(Δ 流動資産 - Δ 現金預金) - (Δ 流動負債 - Δ 資金調達項目※) - (Δ 売上債権以外の貸倒引当金 + Δ 退職給付引当金 + Δ 役員退職慰労引当金 + Δ その他の長期引当金 + 減価償却費)

以上が Jones (1991) のモデルによる裁量的アクルーアルの推定の流れであるが、推定モデルについては Jones (1991) 以降も推定精度を高めるために、多くの研究で改善が加えられてきた。代表的な研究としては、Dechow et al. (1995)、Kasznik (1999)、Klein (2002) などが挙げられる。

本研究では、日本企業を対象とした利益マネジメント研究においても説明力が高い (Shuto 2007) とされている、Kasznik (1999) の CFO 修正 Jones モデルに外れ値の影響を考慮した RLM を適用し、裁量的アクルーアルの推定を行う。CFO 修正ジョーンズモデルは、以下のように、売上債権や営業キャッシュフローの増減を考慮した推定モデルである。

$$TAC_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$NDAC_{i,t} = a + b_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + b_2 PPE_{i,t} + b_3 \Delta CFO_{i,t} \quad (5)$$

ここで、「TAC」は総アクルーアル、「NDAC」は非裁量的アクルーアル、「 ΔREV 」は売上高の増減額、「 ΔREC 」は売上債権の増減額、「PPE」は償却性固定資産、「 ΔCFO 」は営業キャッシュフローの増減額³を、それぞれ表しており、i は個別企業、t は決算年である。また、a、b1、b2、b3 は、それぞれ(4)式で推定された係数 α 、 β_1 、 β_2 、 β_3 を表している。なお、TAC、 ΔREV 、 ΔREC 、PPE、 ΔCFO は、企業規模の影響を緩和するため計算過程において前期末資産で基準化しており、裁量的アクルーアル算出の流れは前述した Jones モデルの場合と同様である。

表 3 は、Jones モデルや CFO 修正 Jones モデルを含んだ特に代表的な 4 つのモデルに加え、本研究で利用する CFO 修正 Jones モデルに RLM を適用した推定結果を合わせて記載し、比較したものである。

³ 営業キャッシュフローの増減額 (ΔCFO) :

Δ (税引後経常利益※ - TAC)

※税引き後経常利益：当期純利益 + 特別損失合計額 - 特別利益合計額

【表 3：モデルごとの推定結果】

$$\text{Jones_Model} : TAC_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modified_Jones} : TAC_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{CFO_Jones} : TAC_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{CFO_Modified} : TAC_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Jones_Model	Modified_Jones	CFO_Jones	CFO_Modified	CFO_Modified(RLM)
定数項	0.01795***	0.01835***	0.01695***	0.01714***	0.01364***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
ΔREV	0.01907	-	0.03051*	-	-
	(0.4558)	-	(0.0672)	-	-
ΔREV-ΔREC	-	-0.00269	-	0.02244	0.02091***
	-	(0.9279)	-	(0.2917)	(0.0000)
PPE	-0.04589***	-0.04386***	-0.04205***	-0.04087***	-0.03179***
	(0.0003)	(0.0004)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
ΔCFO	-	-	-0.54744***	-0.54803***	-0.48243***
	-	-	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
R2	0.006	0.004	0.514	0.511	-
adj_R2	0.005	0.004	0.513	0.511	-

《注記》

- ・「TAC」は総アクルーアル、「NDAC」は非裁量的アクルーアル、「ΔREV」は売上高の増減額、「ΔREC」は売上債権の増減額、「ΔCFO」は営業キャッシュフローの増減額、「PPE」は償却性固定資産額、iは個別企業、tは決算年を表している
- ・TAC、ΔREV、ΔREC、PPE、ΔCFO は、企業規模の影響を緩和するため計算過程において前期末資産で基準化している

5. モデル設定と検証結果

5.1. 経営者属性と利益マネジメントの検証

仮説①で設定した、子会社経営者がプロパーである場合に利益マネジメントのリスクが増大し、出向経営者である場合にリスクが緩和されるという仮説を検証するために、裁量的アクルーアルを利益マネジメントの代理変数と捉え、対象企業を i 、対象企業年を t とした、以下のモデルを設定する。

$$DAC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 EXPAT_{i,t} + \delta_2 LEVERAGE_{i,t} + \delta_3 CFO_{i,t} + \delta_4 LnCCC_{i,t} + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

ここで、「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「LEVERAGE」は負債比率、「CFO」は営業キャッシュフロー、「LnCCC」は対数変換後のキャッシュ・コンバージョン・サイクル、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミー⁴、をそれぞれ表している。なお、DAC および CFO は、企業規模の影響を緩和するため計算過程において前期末資産で基準化している。

(6)式に対して、推定した EXPAT の係数 $\delta 1$ が有意にマイナスの値をとれば、出向経営者である場合に裁量的アクルーアルは小さくなり利益マネジメントのリスクが低減することがわかる。すなわち、プロパー経営者の場合には利益マネジメントのリスクが増大することが実証できると考えられる。また、その他の説明変数として、安全性、収益性、効率性をコントロールするために、負債比率、営業キャッシュフロー、キャッシュ・コンバージョン・サイクルを設定し、決算年および産業の特性による影響をコントロールするために、決算年ダミーと産業ダミーを設定している。

表 4 は、プールされたサンプルに対して(6)式を使用し、通常最小二乗法、固定効果モデル、変量効果モデルの 3 パターンにより、それぞれ推定した係数と p 値を比較したものである。ハウスマン検定等により採択された変量効果モデルでは、出向経営者ダミーの係数 $\delta 1$ が 5%水準 (p 値 : 0.0487) で有意にマイナスとなり、仮説①を支持する結果が得られた。

また、CFO の係数 $\delta 3$ は 5%水準 (p 値 : 0.0189) で有意にマイナス、LnCCC の係数 $\delta 4$ は 5%水準 (p 値 : 0.0198) で有意にプラスとなっている。これらの結果から、操作前時点での業績である営業キャッシュフローが好調である場合には利益マネジメントを行う必要性が低く、効率性を示すキャッシュ・コンバージョン・サイクルが高い企業は会計的な裁量が大きいため利益マネジメントを行うリスクが高ま

⁴ 産業ダミー (INDUSTRY) :

産業ダミーは、日経 NEEDS における業種分類の中分類に基づき、分類している。

ることが示唆されている。

【表 4：経営者属性による利益マネジメントの検証結果】

Model :

$$DAC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 EXPAT_{i,t} + \delta_2 LEVERAGE_{i,t} + \delta_3 CFO_{i,t} + \delta_4 LnCCC_{i,t} + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Pooled OLS	FE Model	RE Model
定数項	0.02996*** (0.0001)	0.01932* (0.0501)	0.02935*** (0.0030)
EXPAT	-0.00979*** (0.0010)	-0.00705 (0.2147)	-0.00775** (0.0487)
LEVERAGE	0.01037 (0.2115)	0.02906* (0.0988)	0.01387 (0.1503)
CFO	-0.22424** (0.0220)	-0.23251** (0.0174)	-0.22724** (0.0189)
LnCCC	0.00336*** (0.0004)	0.00408** (0.0186)	0.00320** (0.0198)
R2 (OVERALL)	0.247	0.181	0.240
YEAR	yes	-	yes
INDUSTRY	yes	-	yes
Included effects		- Entity, Time	-

《注記》

- ・「Pooled OLS」はプールされたサンプルに対する通常の最小二乗法、「FE Model」は固定効果モデル、「RE Model」は変量効果モデル、をそれぞれ表す
- ・「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「LEVERAGE」は負債比率、「CFO」は営業キャッシュフロー、「LnCCC」は対数変換後のキャッシュ・コンバージョン・サイクル、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミー、をそれぞれ表す
- ・DAC および CFO は、企業規模の影響を緩和するため計算過程において前期末資産で基準化している
- ・括弧内は p 値であり、***、**、*印はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す
- ・推定結果は、不均一分散ロバスト推定量を表示

・ハウスマン検定及びブローシュ・ペーガン検定の結果「RE Model」を採択 (hausman_p:0.837, breuschpagan_LM_P:0.000) ※カッコ内はそれぞれの検定の p 値を表している

5.2. プロパー経営者の利益マネジメントの検証

次に、仮説①で得られた結果に対して、プロパー経営者の利益マネジメントについての追加的な検証を行うために、仮説②-1 および仮説②-2 について検討する。

仮説②-1 はプロパー経営者が子会社経営を任される環境に焦点を当てたものであり、プロパー経営者は業績が不安定な環境下において経営を行っていることを検証するものである。そこで、経営者属性のダミー変数である EXPAT を被説明変数、対象企業を i 、対象企業年を t とした、以下のモデルを設定する。

$$\begin{aligned} \text{EXPAT}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{LnVAR}_{i,t} + \theta_2 \text{LnSALES}_{i,t} + \theta_3 \text{LnINTANGIBLE}_{i,t} \\ & + \text{YEAR}_{i,t} + \text{INDUSTRY}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

ここで、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「LnVAR」は連続する3企業年の操作前利益の分散を対数変換した値、「LnSALES」は対数変換後の売上高、「LnINTANGIBLE」は対数変換後の無形固定資産または無形資産、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミー、をそれぞれ表している。なお、VAR および SALES、INTANGIBLE は計算過程において、企業規模の影響を緩和するために、前期末資産で基準化している。

(7)式では、被説明変数に出向経営者ダミーをとり、着目する説明変数として、操作前段階での業績の不確実性を表す操作前利益の分散 LnVAR を設定している。(7)式に対して推定した LnVAR の係数 θ_1 が有意にマイナスな値であれば、操作前利益の分散が大きい場合に、子会社経営者は出向ではなくプロパーである確率が高いことが実証される。すなわち、業績の不確実性が高い場合にプロパー経営者は子会社経営を任されるという仮説②-1 を支持する結果が得られる。また、その他の説明変数として、売上規模をコントロールするために売上高、資産の特殊性をコントロールするために無形固定資産または無形資産を設定し、決算年および産業の特性による影響をコントロールするために、決算年ダミーと産業ダミーを設定している。

表5には、(7)式について、ロジットモデルおよびプロビットモデルにより推定した係数および p 値を示している。ロジットモデルでは、係数が1%水準 (p 値: 0.0000) で有意にマイナスとなり、仮説②-1 を支持する結果が得られた。上記の結果から、操作前利益の変動が大きく業績の不確実性が高い状況において、親会社は決定権の分散化のためにプロパー経営者を活用することが示唆されている。

【表 5：プロパー経営者が直面する競争環境に関する検証結果】

Model :

$$EXPAT_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 LnVAR_{i,t} + \theta_2 LnSALES_{i,t} + \theta_3 LnINTANGIBLE_{i,t} + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Logit Model	Probit Model
定数項	0.74122*	0.46874**
	(0.0537)	(0.0324)
LnVAR	-0.15054***	-0.08413***
	(0.0000)	(0.0000)
LnSALES	0.25384*	0.15031**
	(0.0559)	(0.0425)
LnINTANGIBLE	-0.06441	-0.03632
	(0.1494)	(0.1464)
pseudo R2	0.1124	0.1125
YEAR	yes	yes
INDUSTRY	yes	yes

《注記》

- ・「Logit Model」はロジットモデル、「Probit Model」はプロビットモデル、をそれぞれ表す
- ・「EXPAT」は出向経営者ダミー、「LnVAR」は連続する 3 企業年の操作前利益の分散を対数変換したもの、「LnSALES」は対数変換後の売上高、「LnINTANGIBLE」は対数変換後の無形固定資産または無形資産、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミー、をそれぞれ表す
- ・VAR および SALES、INTANGIBLE は計算過程において、企業規模の影響を緩和するために、前期末資産で基準化している
- ・括弧内は p 値であり、***、**、*印は 1%、5%、10%水準で有意であることを示す
- ・係数は、不均一分散ロバスト推定量を表示

次に、プロパー経営者の報酬体系に着目した仮説②-2に対する検証を行う。親会社はプロパー経営者との目的の不一致を緩和するために、プロパー経営者の業績連動性を高めることが予想される。そこで、被説明変数に一人あたりの役員報酬、対象企業を i、対象企業年を t とした、以下のモデルを設定する。

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EXPAT_{i,t} + \gamma_2 ROE_{i,t} + \gamma_3 (EXPAT_{i,t} \times ROE_{i,t}) + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

ここで、「COMP」は社外取締役を除く取締役一人あたりの役員報酬⁵、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「ROE」は東証基準で算出した ROE、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミー、をそれぞれ表している。なお、COMP は 2010 年以降のサンプルに対して有価証券報告書より取得可能なものに限定されているため、サンプルサイズは 1,584 企業年となった。

(8)式では、被説明変数に社外取締役を除く取締役一人あたりの役員報酬をとり、出向経営者ダミーと業績を表す変数との交差項に着目することで、役員報酬の業績連動性について検証している。(8)式に対して、交差項($EXPAT \times ROE$)の推定係数 γ_3 がマイナスに有意であれば、出向経営者よりもプロパー経営者の方が役員報酬と業績の連動性が高いことが実証され、仮説②-2 を支持する結果が得られる。また、決算年および産業の特性による影響をコントロールするために、決算年ダミーと産業ダミーを設定している。

表 6 は、(8)式について、プールされたサンプルを通常の新最小二乗法、固定効果モデル、変量効果モデルで、それぞれ推定した係数と p 値を表示している。ハウスマン検定で採択された固定効果モデルでは、交差項の係数 γ_3 が 5%水準 (p 値 : 0.0120) で有意にマイナスとなり、仮説②-2 を支持する結果が得られた。また、ROE の推定係数 γ_2 は有意にプラスであることから、出向であるかプロパーであるかに関わらず、ROE の上昇は役員報酬を引き上げる要因であることがわかる。

上記の結果から ROE の上昇は経営者属性に関わらず役員報酬を増加させる要因であるが、プロパー経営者の場合には出向経営者よりも追加的に増加量が多いことがわかる。したがって、プロパー経営者は出向経営者と比較して、自己の報酬を高めるために利益を過大に報告するインセンティブが強く、このような構造がプロパー経営者の利益マネジメントを促進している可能性があることが示唆されている。

⁵ 社外取締役を除く取締役一人あたりの役員報酬 (COMP) :

企業情報データベース「eol」に収録されている各企業年の有価証券報告書における「役員報酬等」からデータを取得している。具体的には、社外取締役を除く取締役の報酬等の総額 (業績連動報酬を含む) を員数で除して算出している。取得可能なデータが、2010 年以降のデータに限定されているため、サンプルサイズは 1,584 企業年となっている。

【表 6：プロパー経営者の報酬提携に対する検証結果】

Model :

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EXPAT_{i,t} + \gamma_2 ROE_{i,t} + \gamma_3 (EXPAT_{i,t} \times ROE_{i,t}) + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Pooled OLS	FE Model	RE Model
定数項	1.01492*** (0.0000)	0.74418*** (0.0000)	0.88567*** (0.0000)
EXPAT	-0.12366*** (0.0000)	0.03169 (0.4116)	-0.02558 (0.3750)
ROE	0.10196 (0.3193)	0.10720** (0.0369)	0.12934* (0.0669)
EXPAT×ROE	-0.09417 (0.3603)	-0.18306** (0.0120)	-0.12697* (0.0766)
R2 (OVERALL)	0.083	-0.017	0.066
YEAR	yes	-	yes
INDUSTRY	yes	-	yes
Included Effects		- Entity, Time	-

《注記》

- ・「Pooled OLS」はプールされたサンプルに対する通常の実最小二乗法、「FE Model」は固定効果モデル、「RE Model」は変量効果モデル、をそれぞれ表す
- ・「COMP」は社外取締役を除く取締役一人あたりの役員報酬、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「ROE」は東証基準で算出した ROE、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミー、をそれぞれ表す
- ・括弧内は p 値であり、***、**、*印はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す
- ・係数は、不均一分散ロバスト推定量を表示
- ・ハウスマン検定及びブローシュ・ペーガン検定の結果「FE Model」を採択 (hausman_p:0.014, breuschpagan_LM_P:0.059) ※カッコ内はそれぞれの検定の p 値を表している

5.3. 出向経営者の利益マネジメントについての検証

次に、出向経営者の利益マネジメントについての追加的検証を行うため、仮説③-1 および仮説③-2 について検討する。

仮説③-1 は出向経営者の出向在籍期間に着目し、出向在籍期間が短いことが利益マネジメントを行うリスクを高めることを検証するものである。そこで、利益マネジメントの代理変数である裁量的アクルーアルを被説明変数、対象企業を i 、対象企業年を t とした、以下のモデルを設定する。

$$DAC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 LnTENURE_{i,t} + \delta_2 LEVERAGE_{i,t} + \delta_3 CFO_{i,t} + \delta_4 LnCCC_{i,t} + \delta_5 FIRST_YEAR_{i,t} + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

ここで、「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「LnTENURE」は対数変換後の平均出向在籍期間、「LEVERAGE」は負債比率、「CFO」は営業キャッシュフロー、「LnCCC」は対数変換後のキャッシュ・コンバージョン・サイクル、「FIRST_YEAR」は代表取締役就任初年度を表すダミー変数、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミーをそれぞれ表している。なお、DAC および CFO は計算過程において、企業規模の影響を緩和するために、前期末資産で基準化している。

TENURE は、出向経営者が各企業年において所属している子会社に最初に在籍した企業年を基準として在籍期間を算出し、複数の出向経営者が在籍する場合には企業年ごとに平均を取っている。なお、出向在籍期間は出向経営者が在籍する企業年を対象とするため、サンプルサイズは 2,054 企業年に限定されている。

もし、出向経営者の出向在籍期間が短い場合に利益マネジメントが行われるリスクが高まるのであれば、TENURE の推定係数 δ_1 が有意にマイナスになるはずである。

また、在籍期間について検討するにあたっては、ビッグバスによる利益マネジメントを考慮する必要がある。ビッグバスとは、新たに就任した経営者が初年度に減損等により前任者の不採算事業等を清算することで次年度以降の V 字回復を狙うことであり、ビッグバスは利益マネジメントのインセンティブとなる。会計的利益マネジメントの特徴であるアクルーアルの反転を狙い、過大に損失を報告することで次年度以降に利益を増加させることができるからである。就任初年度のビッグバス型の利益マネジメントによる影響をコントロールしなければ、出向在籍期間が短いことに対する影響を正確に見積もることができない。そこで、説明変数として、代表取締役就任初年度を表すダミー変数 FIRST_YEAR を加えている。

表 7 は、(9)式について、プールされたサンプルを通常最小二乗法、固定効果モデル、変量効果モデルで、それぞれ推定した係数と p 値を表示している。ハウスマン検定で採択された変量効果モデルでは、平均出向在籍期間の推定係数 δ_1 が 5%水準 (p

値：0.0272) で有意にマイナスとなり、平均出向在籍期間が長くなるほど裁量的アクルーアルは小さくなることがわかった。すなわち、平均出向在籍期間が短くなる場合に裁量的アクルーアルが大きくなることが実証され、仮説③-1 を支持する結果が得られた。一方、代表取締役就任初年度を表すダミー変数 **FIRST_YEAR** の推定係数 δ_5 については有意な結果を得られなかった。

【表 7：平均出向在籍間と利益マネジメントについての検証】

Model :

$$DAC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 LnTENURE_{i,t} + \delta_2 LEVERAGE_{i,t} + \delta_3 CFO_{i,t} + \delta_4 LnCCC_{i,t} + \delta_5 FIRST_YEAR_{i,t} + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Pooled OLS	FE Model	RE Model
定数項	0.03329*** (0.0000)	0.04519*** (0.0002)	0.04043*** (0.0000)
LnTENURE	-0.00115 (0.3144)	-0.00376*** (0.0086)	-0.00280** (0.0272)
LEVERAGE	-0.00516 (0.3662)	-0.02063 (0.3180)	-0.00974 (0.3731)
CFO	-0.09042* (0.0872)	-0.05950 (0.1253)	-0.06946 (0.1240)
LnCCC	0.00205** (0.0151)	0.00144 (0.3510)	0.00165 (0.1946)
FIRST_YEAR	0.00078 (0.7074)	-0.00053 (0.7563)	0.00034 (0.8433)
R2 (OVERALL)	0.113	0.023	0.079
YEAR	yes	-	yes
INDUSTRY	yes	-	yes
Included Effects		- Entity, Time	-

《注記》

- ・「Pooled OLS」はプールされたサンプルに対する通常の最小二乗法、「FE Model」は固定効果モデル、「RE Model」は変量効果モデル、をそれぞれ表す
- ・「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「LnTENURE」は対数変換後の平均出向在籍期間、「LEVERAGE」は負債比率、「CFO」は営業キャッシュフロー、「LnCCC」は対数変換後のキャッシュ・コンバージョン・サイクル、「FIRST_YEAR」は代表取締役就任初年度を表すダミー変

- 数、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミーをそれぞれ表す
- ・DAC および CFO は計算過程において、企業規模の影響を緩和するために、前期末資産で基準化している
 - ・括弧内は p 値であり、***、**、*印はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す
 - ・係数は、不均一分散ロバスト推定量を表示
 - ・ハウスマン検定及びブローシュ・ペーガン検定の結果「RE Model」を採択 (hausman_p:0.638, breuschpagan_LM_P:0.000) ※カッコ内はそれぞれの検定の p 値を表している

上記の結果から平均出向在籍期間が短い場合に、利益マネジメントが行われるリスクが高まることが示唆されている。仮説①では一般に在籍期間の長いと考えられるプロパー経営者が利益マネジメントを行うリスクが高いことを検証したが、仮説③-1では反対に、平均出向在籍期間が短い出向経営者の方が利益マネジメントのリスクが高いという、感覚的には相反する結果を得た。このことは出向経営者でも特定の状況下においては、利益マネジメントを行うリスクが高まることを示唆している。

最後に、出向経営者の利益平準化行動についての仮説③-2に対する検証を行う。仮説③-2では、利益マネジメントを行う前段階で認識される業績に対する代理指標として営業キャッシュフローを設定し、出向経営者ダミーとの交差項に着目することで、一時的な好業績に対する利益マネジメントについて検証する。そこで、利益マネジメントの代理変数である裁量的アクルーアルを被説明変数、対象企業を i 、対象企業年を t とした、以下のモデルを設定する。

$$DAC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 EXPAT_{i,t} + \delta_2 LEVERAGE_{i,t} + \delta_3 CFO_{i,t} + \delta_4 LnCCC_{i,t} + \delta_5 (EXPAT_{i,t} \times CFO_{i,t}) + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

ここで、「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「LEVERAGE」は負債比率、「CFO」は営業キャッシュフロー、「LnCCC」は対数変換後のキャッシュ・コンバージョン・サイクル、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミーをそれぞれ表している。なお、DAC および CFO は計算過程において、企業規模の影響を緩和するために、前期末資産で基準化している。

もし、一時的な好業績に対してマイナスの利益マネジメントが実行されるとすれば、営業キャッシュフローが大きい場合に裁量的アクルーアルが大きくなるはずである。ここでは、出向経営者ダミーEXPAT と営業キャッシュフローCFO の交差項の推定係数 δ_5 に着目し、 δ_5 が有意にプラスの結果を得ることで出向経営者の利益マネジメントを実証する。

表 8 は、(10)式について、プールされたサンプルを通常の最小二乗法、固定効果モデル、変量効果モデルで、それぞれ推定した係数と p 値を表示している。ハウスマン検定で採択された変量効果モデルでは、出向経営者ダミーEXPAT と営業キャッシュフローCFO の交差項の推定係数 δ_5 が 10%水準（p 値：0.0735）で有意にプラスとなり、出向経営者の場合には営業キャッシュフローが大きくなるほど裁量的アクルールも大きくなるなることがわかった。一方、営業キャッシュフローの推定係数 δ_3 は 1%水準（p 値：0.0082）で有意にマイナスとなり、ここまで設定している他のモデルと整合性のある傾向を得た。

【表 8：出向経営者の好業績下における利益マネジメントの検証】

$$\text{Model : } DAC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 EXPAT_{i,t} + \delta_2 LEVERAGE_{i,t} + \delta_3 CFO_{i,t} + \delta_4 LnCCC_{i,t} + \delta_5 (EXPAT_{i,t} \times CFO_{i,t}) + YEAR_{i,t} + INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Pooled OLS	FE Model	RE Model
定数項	0.04208*** (0.0000)	0.02705*** (0.0016)	0.03994*** (0.0000)
EXPAT	-0.01773*** (0.0050)	-0.01807** (0.0158)	-0.01635** (0.0177)
LEVERAGE	0.00404 (0.6716)	0.03524** (0.0299)	0.01028 (0.3077)
CFO	-0.35222** (0.0155)	-0.36140*** (0.0082)	-0.35211** (0.0123)
LnCCC	0.00270*** (0.0007)	0.00246 (0.1212)	0.00229** (0.0491)
EXPAT×CFO	0.25420* (0.0910)	0.27671** (0.0480)	0.25914* (0.0735)
R2 (OVERALL)	0.299	0.214	0.292
YEAR	yes	-	yes
INDUSTRY	yes	-	yes
Included Effects	-	Entity, Time	-

《注記》

・「Pooled OLS」はプールされたサンプルに対する通常の最小二乗法、「FE Model」は固定効果

モデル、「RE Model」は変量効果モデル、をそれぞれ表す

- ・「DAC」は裁量的アクルーアルの絶対値、「EXPAT」は出向経営者ダミー、「LEVERAGE」は負債比率、「CFO」は営業キャッシュフロー、「LnCCC」は対数変換後のキャッシュ・コンバージョン・サイクル、「YEAR」は決算年ダミー、「INDUSTRY」は産業ダミーをそれぞれ表す
- ・DACおよびCFOは計算過程において、企業規模の影響を緩和するために、前期末資産で基準化している
- ・括弧内はp値であり、***、**、*印はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す
- ・係数は、不均一分散ロバスト推定量を表示
- ・ハウスマン検定及びブローシュ・ペーガン検定の結果「RE Model」を採択(hausman_p:0.528, breuschpagan_LM_P:0.000) ※カッコ内はそれぞれの検定のp値を表している

上記の結果から、通常は利益マネジメント実行前に認識している業績が悪いときほど利益マネジメントが行われるが、出向経営者の場合には実行前に認識する業績が良いほど利益マネジメントが行われるリスクが高まることがわかった。これは仮説③-2設定の際に考察したように、出向経営者の報酬体系や長期的なキャリア傾向などが影響することで、一時的な好業績よりも安定した成果を重視していることが示唆されている。

以上のように出向経営者が、在籍期間の短い場合や一時的な好業績などの特定の状況下では、利益マネジメントが行われるリスクが増大する可能性があることがわかる。

6. 結論と課題

6.1. 結論

本研究では、利益マネジメントという会計的な側面から親会社と子会社経営者間のエージェンシー問題について考察してきた。仮説①では、情報の非対称性と経営者属性に焦点を当て、子会社経営においてプロパー経営者の場合には利益マネジメントのリスクが増大し、出向経営者の活用によりリスクが低減するという仮説を検証し、有意な結果を得た。また、操作前段階で認識される業績である営業キャッシュフローが好調であるほど利益マネジメントを行う必要性が低いことや、キャッシュ・コンバージョン・サイクルが短く効率性が高い企業では会計的な裁量が大きくなることで利益マネジメントが実行されるリスクが高まることが示唆された。

仮説②③では仮説①結果を受けて、プロパー経営者と出向経営者の置かれた状況や特徴に焦点を当てることで、それぞれの利益マネジメントの違いについて検証した。具体的には、仮説②-1では、親会社が子会社経営においてプロパー経営者を活用する状況について検証し、操作前利益の分散が大きいほど裁量的アクルールが大きいという結果を得た。この結果から、子会社経営において業績の不確実性が高い場合に、親会社はプロパー経営者を活用することが示唆された。また、仮説②-2では、プロパー経営者の報酬体系に焦点を当てた検証を行い、プロパー経営者は出向経営者よりも報酬の業績連動性が高いという結果を得た。

仮説②の結果から、親会社は不確実性の高い環境化において決定権の分散化を目的として子会社経営においてプロパー経営者を活用する一方で、エージェンシー問題を回避するために報酬体系の業績連動を強めることが考えられる。しかし、業績の不確実性や報酬の業績連動性が大きくなるほど、プロパー経営者の利益マネジメントに対するインセンティブは強くなることが考えられる。具体的には、業績低下による経営者交代に対するプレッシャーから利益平準化のための利益マネジメントを行うことや、自己の報酬を高めるための利益増加型の利益マネジメントを行う可能性がある。

仮説③においては、出向経営者が利益マネジメントを行う状況について考察を加えた。まず、仮説③-1では、出向経営者の出向在籍期間に着目し、出向在籍期間が短いことが利益マネジメントを行うリスクを高めることを検証し、仮説をサポートする結果を得た。仮説①では一般に在籍期間の長いプロパー経営者の方が利益マネジメントを行うリスクが高いことを検証したが、出向経営者の場合は出向在籍期間が短い場合にリスクが高いという逆の結果が得られた。この結果は、出向経営者でも特定の状況下においては、利益マネジメントを行うリスクが高まることが示唆している。

また、仮説③-2では、出向経営者の利益平準化行動に焦点を当てた検証を行った。具体的には、利益マネジメント実行前に認識される業績として営業キャッシュフローに着目し、出向経営者の場合は営業キャッシュフローが大きい場合に利益平準化のた

めの利益マネジメントを行うという仮説を検証した。結果として、通常は営業キャッシュフローが小さいほど損失回避や現役回避のために利益マネジメントが行われるが、出向経営者の場合には営業キャッシュフローが大きいほど利益マネジメントが行われることがわかった。これは、報酬体系や長期的なキャリア傾向など出向経営者の特殊な状況が影響している可能性あることが考えられる。

6.2. 課題

本研究では、キャッシュフローに影響を与えない会計的利益マネジメントに焦点を当てた検証を行った。しかし、経営者の利益マネジメントは会計的裁量行動に限らない。本研究では、研究開発費や広告宣伝費の削減のような実体的利益マネジメントについては、研究の対象としていない。経営実務を考えた場合に、キャッシュフローに影響を与える実体的利益マネジメントは、業績や企業価値に与える影響も大きいことが考えられる。プロパー経営者と出向経営者という経営者属性の違いが、本研究では捉えることができない実体的利益マネジメントに影響を与えている可能性があることから両者を踏まえた複合的な研究が必要である。

また、本研究のサンプルは、上場子会社と有価証券報告書の提出義務がある子会社という限定的なサンプルであるということに注意が必要である。上場子会社という特徴を考えれば、一般的な子会社よりも企業規模が大きいことが予想され、その子会社での出向が一般的な子会社での出向と異なる意味合いを含む可能性もある。例えば、本研究では前提として出向経営者は短期間での異動を繰り返しており、キャリアの通過点であるという特徴を仮定している。しかし、子会社であっても、中には売上規模が1兆円を超えるような大企業もあり、そのような企業においては本研究で仮定している出向の前提が当てはまらない可能性もある。

以上のような、課題を考慮することは研究の今後の課題であると考えられる。

参考文献

- Alchian, A. A., and H. Demsetz. 1972. Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review* 62 (5):777-795.
- Ali, A., and W. Zhang. 2015. CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 59 (1):60-79.
- BALSAM, S. 1998. Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation*. *Contemporary Accounting Research* 15 (3):229-252.
- Bebenroth, R., and F. J. Froese. 2020. Consequences of expatriate top manager replacement on foreign subsidiary performance. *Journal of International Management* 26 (2):100730.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 (2):193-225.
- Gong, Y. 2003. Subsidiary Staffing in Multinational Enterprises: Agency, Resources, and Performance. *The Academy of Management Journal* 46 (6):728-739.
- Hatvany, N., and V. Pucik. 1981. An integrated management system: Lessons from the Japanese experience. *Academy of Management. The Academy of Management Review (pre-1986)* 6 (000003):469.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13 (4):365-383.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- — — . 1995. SPECIFIC AND GENERAL KNOWLEDGE, AND ORGANIZATIONAL STRUCTURE. *Journal of Applied Corporate Finance* 8 (2):4-18.
- Jones, J. J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2):193-228.
- Kaplan, S. N. 1994. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102 (3):510.
- Kaszniak, R. 1999. On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research* 37 (1):57-81.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3):375-400.
- Kostova, T., P. C. Nell, and A. K. Hoenen. 2016. Understanding Agency Problems in Headquarters-Subsidiary Relationships in Multinational Corporations: A Contextualized Model. *Journal of Management* 44 (7):2611-2637.
- Pourciau, S. 1993. Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1):317-336.
- Richardson, V. J. 2000. Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (4):325-347.

- Roychowdhury, S., N. Shroff, and R. S. Verdi. 2019. The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics* 68 (2):101-246.
- Schipper, K. 1989. COMMENTARY on Earnings Management. *Accounting Horizons* 3 (4):91-102.
- Shuto, A. 2007. Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 16 (1):1-26.
- Stein, J. C. 2003. Chapter 2 - Agency, Information and Corporate Investment. In *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz: Elsevier, 111-165.
- Williamson, O. E. 1975. *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications : a study in the economics of internal organization*. New York: Free Press.

謝辞

本研究は、慶應義塾大学大学院経営管理研究科で太田康広教授のもと行った研究内容をまとめたものである。

研究を進めるにあたり、太田康広教授には、論文のテーマ設定や分析方法、検証結果に対する考察など、論文完成に至るまで様々なご指導を頂き、深く御礼申し上げます。

また、副査をご担当頂いた同研究科の大林厚臣教授、並びに齋藤卓爾准教授には、貴重な助言を頂きましたこと、改めてここで御礼を申し上げます。

最後に、太田康広ゼミで一年間ともに学んだ M43 の降矢裕輔君とは、ともに相談しながら楽しく研究を進めることができたことを大変嬉しく思います。ありがとうございました。

久保田 良貴