

コーポレート・ガバナンスと利益調整 に関する実証分析

三谷 英貴*

概 要

本研究は、コーポレート・ガバナンスと経営者の機会主義的行動の代表例である利益調整 (Earnings management) との関係を実証分析するものである。コーポレート・ガバナンスを各経済主体の株式保有という観点からとらえると内部メカニズム（経営陣による株式保有、大株主による株式保有集中、ストック・オプション制度の有無）と外部メカニズム（国内・海外の機関投資家による株式保有、事業法人による株式保有、銀行による株式保有）に分類できる。本研究の目的は、これらのメカニズムが経営者の利益調整に及ぼす影響を分析することで、株主の視点からとらえたコーポレート・ガバナンスを検証するところにある。

本研究の結論は次の通り。経営陣による株式保有は利益調整を抑制できない。大株主の株式保有集中は、その比率が51%程度までなら、大株主によるモニタリング機能が発揮されるので利益調整は抑制される。ストック・オプションはコーポレート・ガバナンスにとって必ずしも有効なメカニズムとであるとはいえない。機関投資家の中でも国内投資運用会社による株式保有は利益調整を抑制する。一方、海外機関投資家による株式保有は利益調整を抑制できない。銀行の株式保有は、その比率が39%程度までなら、銀行の株主としての立場からのモニタリングの機能が発揮されるので利益調整は抑制される。

キーワード：利益調整 (Earnings management)、コーポレート・ガバナンス

* 金融庁金融研究研修センター研究官

本稿の執筆に当たっては、関西学院大学商学部岡村秀夫教授に有益な御意見をいただいた。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

1. はじめに

本研究は、コーポレート・ガバナンスと経営者の機会主義的行動の代表例である利益調整 (Earnings management) との関係を実証分析するものである。コーポレート・ガバナンスを各経済主体の株式保有という観点からとらえると内部メカニズム (経営陣による株式保有、大株主の株式保有集中、ストック・オプション制度の有無) と外部メカニズム (国内・海外の機関投資家による株式保有、事業法人による株式保有、銀行による株式保有) に分類できる。本研究の目的は、これらのメカニズムが株主の利益にマイナスの影響を及ぼしかねない経営者の利益調整に及ぼす影響を分析することで、株主の視点からとらえたコーポレート・ガバナンスを考察するところにある。

所有と経営の分離している世界では、株主は株式を保有することから生じる利益の追求に関心があるのに対して、経営者は企業全体からの利益に関心がある。したがって、このままだと経営者が株主の利益を犠牲にして自己の利益を追求するというモラルハザードに陥る可能性がある。このモラルハザードを防ぐために、株主が経営者を何らかの方法でコントロールする必要が生じる。このようなコントロール・メカニズムのことをコーポレート・ガバナンスと呼ぶ。

経済学では、コーポレート・ガバナンスを分析するときにエージェンシー・モデルというものを使う。エージェンシー・モデルでは株主がプリンシパル (雇主・依頼人) で経営陣がエージェント (代理人) であるとみなす。エージェントが常にプリンシパルの願った通りに動いてくれば良いのだが必ずしもそうはならない。エージェントがプリンシパルの願った通りに動いてくれないとすると、両者の間にある種の摩擦が生じることになり、その摩擦がある種のコストになって表面化する。そのようなコストはエージェンシー・コストと呼ばれており、プリンシパルの利益にネガティブな影響を及ぼすことになる。つまり、コーポレート・ガバナンスは、プリンシパルである株主の利益にネガティブな影響を及ぼすエージェンシー・コストをどうやって抑えるのかということが目的となるわけである。

では、コーポレート・ガバナンスの実証分析において、そのようなエージェンシー・コストをどうやって測定するのかということになるが、エージェンシー・コストと言ってみても、その定義があまりにも抽象的過ぎて、実際、測定するのは困難である。したがって、実証的には、エージェンシー・コストが生じるであろう現象を取上げて、その現象を通してエージェンシー・コストの発生を間接的にとらえることしかできない。では、そのような現象として何を取上げなのかということになるが、本研究では経営者の利益調整行動を取上げることとする。

一ノ宮 (2008) によると、利益調整とは、会計実務の世界では日常的に使用され、見聞きされている用語であるとされている。利益調整の目的としては大きく分けて機会主義的目的と情報提供的目的の2つに分類できるとされている。機会主義的目的とは、企業が悪意のもとに実体を歪めた情報を伝達することで自らを利することを目的として行なわれるものである。一方、情報提供的目的とは、株主よりも企業に関する情報を多く有している経営者が、そのような企業内部の情報を株主に伝達する目的で行なわれるものである。

ここで問題となるのは、経営者と株主の間には情報の非対称性が存在しているということである。したがって、たとえ経営者の行なう利益調整の目的が情報提供的側面にあったとしても、情報の受け手である株主はそのことを正確に判断することは難しいということになる。このことは、たとえ利益調整の意図が情報提供的側面にあったとしても、(経営者からの情報をもとに意思決定を行なう) 株主の意思決定がミスリードされてしまうという事態をもたらしてしまう。¹⁾

このような事態はプリンシパルである株主の利益にネガティブな影響を及ぼす可能性が高い。それゆえ、利益調整はエージェンシー・コストを発生させる現象と考えられるのである。また、やっかいなのは、たとえそのような事態が現実には生じていなかったとしても(つまり、株主の意思決定が歪められていなかったとしても)、そのような事態の生じる可能性があるというだけでエージェンシー・コストが発生してしまうという点である。

コーポレート・ガバナンスは、株主と経営者との間のエージェンシー・コストをどうやって抑えるのかということが目的なので、経営者による利益調整をどのように抑えるのかという点は、コーポレート・ガバナンスの最大の目的であると考えられる。しかしながら、コーポレート・ガバナンスと一口に言ってみてもあまりに抽象的過ぎてこのままでは分析できない。何らかの切り口が必要となる。そこで本研究では、コーポレート・ガバナンスに関係する各経済主体の株式保有という切り口を設定する。

Denis and McConnell (2003)は株式所有(構造)という観点からコーポレート・ガバナンスを内部(の株式所有者による)ガバナンス・メカニズムと外部(の株式所有者による)ガバナンス・メカニズムとに分類できるとしている。彼らの分類によると、内部ガバナンス・メカニズムとは「(A)経営陣による株式保有(B)大株主への株式保有権集中(C)ストック・オプション制度」となり、一方、外部ガバナンス・メカニズムとは「(D)国内機関投資家(国内投信)株式保有(E)事業法人による株式保有(F)海外機関投資家による株式保有(G)金融機関(銀行)による株式保有」となる。本研究においても彼らと同様の視点からコーポレート・ガバナンスをとらえたうえで、経営者の利益調整行動とコーポレート・ガバナンスの関係を分析していくこととする。

最後に、本研究の位置づけを述べる。本研究と同様の観点から利益調整を論じた研究は複数存在する。それらの先行研究のほとんどは、経営者や機関投資家などの単一の経済主体の株式保有に着目したうえで、その経済主体の株主としての行動が利益調整行動に対する影響を分析している。この方法では、コーポレート・ガバナンスと利益調整行動との関係に(包括的ではない)部分的なインプリケーションしかもたらされないことになる。これに対して本研究では、(コーポレート・ガバナンスにとって重要と考えられる)複数の経済主体の株式保有比率を取り入れており、そうすることで、コーポレート・ガバナンスと利益調整行動との関係に現実的

¹⁾ OECD コーポレート・ガバナンス原則の中の「V. 開示及び透明性」の注釈においても「強力な(財務状況の開示)開示体制は、資本を誘引し資本市場への信頼を維持する助けとなり得るものである。逆に、貧弱な開示や不透明な慣行は、非倫理的な行動を招き市場の廉潔性に打撃を与え、会社やその株主にとってだけでなく経済全体にとって多大な損失となり得るものである。…。不十分あるいは不明確な情報は、市場機能を損ない、資本コストを上昇させ、資源の不十分な分配をもたらす可能性もある。」と記されている。

で包括的なインプリケーションをもたらすことができるのである。

本稿により得られた結論を以下に列挙する。経営陣による株式保有は利益調整を抑制できないためにコーポレート・ガバナンスにとってマイナスである。大株主の株式保有集中は、その比率が51%程度までなら、大株主のモニタリングのインセンティブが高まるので利益調整は抑制される。したがって、51%程度までの大株主の株式保有集中はコーポレート・ガバナンスにとってプラスである。ストック・オプションは利益調整を抑制できないためにコーポレート・ガバナンスにとって必ずしも有効なメカニズムであるとはいえない。機関投資家の中でも国内投資運用会社による株式保有は利益調整を抑制することから、コーポレート・ガバナンスにとってプラスである。一方、海外機関投資家による株式保有は利益調整を抑制できないためにコーポレート・ガバナンスにとってマイナスである。銀行の株式保有は、その比率が39%程度までなら、銀行の株主としての立場からのモニタリングのインセンティブが高まるので利益調整は抑制される。したがって、39%程度までなら銀行による株式保有はコーポレート・ガバナンスにとってプラスである。

本稿は、以下、次のように構成される。第2節では、検証のための仮説を設定する。第3節では、サンプル、変数、推計式を提示する。第4節では、グラフをもとにデータの検証を行なう。第5節では、実証結果を考察する。第6節が結論である。

2. 仮説

2.1 内部（の株式保有による）ガバナンス・メカニズム

A. 経営陣による株式保有

Jensen and Meckling (1976)に代表される伝統的なエージェンシー理論では、経営陣による株式保有は経営陣と株主の利害を一致させると考えられている。²⁾したがって、経営陣が株式を保有するほど経営者のモラルハザードは抑えられることになる。したがって、次のような仮説を設定できる。

経営陣持株比率が高い企業ほど利益調整は抑制される。すなわち、経営陣が株式を保有することはコーポレート・ガバナンスにとってプラスの効果をもたらすことになる。

B. 大株主による株式ブロック

株主が投資先企業の経営を監視する際にはある種のコストがかかる。それをモニタリング費用と呼ぶ。モニタリング費用は投資金額や株式保有比率に比例するというよりも、むしろ固定的であると考えられる。そうすると、株式保有比率の小さい零細株主にとって、モニタリング

²⁾ 実際、某企業の役員持株会設立の設立目的を見ても「…、自社株式の取得及び保有を通じて、取締役、監査役が株主となることにより株主の皆様と同様の視点を共有し、企業価値の向上を図ることを目的としております。」とある。

費用を支払ってまで投資先企業をモニタリングすることは割に合わないということになる。言い換えると、ある程度の規模の株式を保有していなければ、モニタリングからもたらされるベネフィットを効率的に享受できないということであり、ある程度の規模の株式を保有していなければモニタリングのインセンティブは生じないということである。その結果、株式保有比率の小さな零細株主は自らで投資先企業の経営活動のモニタリングは行なわないで、大口の株式保有者の積極的行動を期待して何もしないという事態が予想される。これをフリーライダー（ただ乗り）問題と呼ぶ。では、いわゆる大株主の株式保有割合が大きければ大きいほど、コーポレート・ガバナンスにとって良いことなのかというとそう単純ではない。この点を Maug (1998) は市場の流動性の大きさという観点から論じている。

Maug (1998)によると、少数の大株主による株式保有が進むほど、つまり、大株主による株式ブロックが形成されればされるほど、所有権の集中度が高まるのでモニタリングのインセンティブが高まると指摘している。なぜなら、モニタリングの結果、投資先企業のパフォーマンスが改善されれば、そこからもたらされるリターンの取分も大きくなるからである。Maug (1998)はこの効果をロックイン効果 (*lock-in effect*) と呼んでいる。

しかしながら、一方で、大株主がより大きな株式割合を保有することは、他の株式保有者の保有割合を減らすことになる。このことは株式市場の流動性を低下させる流動性効果 (*liquidity effect*) という効果を生み出すことになる。大株主が株式市場で株式を売買する時には、この流動性の低下は、大株主のモニタリングによる経営改善の期待から生じる利益増加の可能性が株価により反映されやすくなる。そのため、株価上昇によって小口株主がより大きな利益を得ることになってしまうので、フリーライダー問題を悪化させ、大株主のモニタリング意欲を弱めてしまう。

したがって、コーポレート・ガバナンスにとって効果的な大株主の株式保有割合は、ロックイン効果と流動性効果の両者のバランスをとるかたちで決定されると考えられる。したがって、次のような仮説を設定できる。

大株主による株式保有比率の上昇（大株主によるブロックの形成）は利益調整を抑制することになる。しかしながら、そのこと（つまり、大株主がブロックを形成すること）により小口株主のフリーライダー問題が悪化してしまうので、大株主のモニタリング意欲が弱まってしまう。したがって、過度なブロックの形成は、モニタリング意欲を弱めてしまうことから利益調整を助長させてしまう。

C. 業績連動報酬（ストック・オプション）制度

コーポレート・ガバナンスの中心的な問題は経営陣と株主との間の利害相反にある。こうした利害相反を解消しようとして、つまり、経営陣の関心を自社の株価の最大化という株主の利害に一致させようとして、企業はストック・オプションを利用する場合がある。ストック・オプションの付与が経営陣と株主の利害を一致させるものであるならば、株主の利益にはならな

い利益調整行動は抑制されることになるはずである。

しかしながら、昨今、ストック・オプションのもたらす弊害（例えば、株価を不正に引き上げるための粉飾決算など）が報告されている。Bergstresser and Philippon (2006)や Burns and Kedia (2006)は、ストック・オプションと利益調整との間にはポジティブな関係があるという実証結果を示している。つまり、ストック・オプションは（当初の目論見とは逆に）経営陣に利益調整というモラルハザードのインセンティブを与えてしまう可能性があるということである。したがって、先見的な仮説の設定は困難と考えられる。

2. 2 外部（の株式保有による）ガバナンス・メカニズム

D. 機関投資家による株式保有³⁾

近年、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割に期待が寄せられている（アクティビスト的行動と積極的なモニタリング活動など）。機関投資家のクローズアップとともに、その受託者責任が問われるようになってきている。OECD コーポレート・ガバナンス原則の中にも「受託者としての機能を果たす機関投資家は、その投資に関して、議決権の行使についての決定にかかる手続を含め、包括的なコーポレート・ガバナンスの方針や投票方針を開示すべきである。」という項が存在している。つまり、機関投資家は受託者責任のもと投資先企業に対して（自分達が考える）コーポレート・ガバナンスのあるべき姿を示すことで、モニタリング活動を積極的に行なうべきであり、かつ、改善が認められない場合には行動をおこすべきだということである。

機関投資家による株式保有と企業業績や企業価値との関係を分析した先行研究は複数存在している。例えば、Del (1996)や Chung et al. (2002)は、両者の間にプラスの関係があるという実証結果を提示している。これら以外の先行研究においても、両者の間にはプラスの関係が存在しているという実証結果がほとんどである。このプラスの関係を Pound (1988)は効率的モニタリング仮説 (efficient-monitoring hypothesis) という考え方で解釈している。効率的モニタリング仮説によると、機関投資家は他の小口投資家よりも低いコストで経営陣をモニタリングできるとされている。その結果、モニタリング活動によって生まれる企業価値の増分に対する取り分が機関投資家において相対的に多くなることから、モニタリングへのインセンティブが高まることになる。したがって、機関投資家による株式保有は、利益調整など企業価値にネガティブな影響を及ぼす機会主義的行動を抑制すると考えられる。したがって、次のような仮説を設定できる。

機関投資家が、受託者責任の観点からモニタリング活動を活発に行なっていれば、株式保有していくことで利益調整は抑制されることになる。すなわち、機関投資家が株式を保有することはコーポレート・ガバナンスにとってプラスの効果をもたらすことになる。

³⁾ ここでの機関投資家とは、投信法（「投資信託及び投信法人に関する法律」）に規定する国内の投資信託委託会社のことである。

E. 事業法人による株式保有

事業法人による株式保有は、敵対的買収などの外的プレッシャーを減少させることができるため経営者の利己的な経営活動を行なう機会と動機を大きくする。したがって、事業法人による株式保有は経営者の利益調整行動を促すと考えられる。また、自社株を保有する経営者にとって、行き過ぎた私的便益の追求は企業価値の低下を通じて自らの損失につながるが、他社に自社株を保有してもらうことによって安定株主化を進めれば、そのような損失を負担する必要がない。そのような意味からも事業法人による株式保有は、経営者の利益調整行動を促すことにもなると考えられている。このような現象はエントレンチメント（塹壕）効果と呼ばれている。エントレンチメント効果の側面からも事業法人による株式保有は経営者の利益調整を助長する可能性が高いと考えられる。したがって、次のような仮説を設定できる。

事業法人による自社株保有比率が相対的に高い企業ほど、他の企業よりも利益調整を行なう。すなわち、事業法人による株式保有はコーポレート・ガバナンスにとってマイナスの効果をもたらすことになる。

F. 海外機関投資家による株式保有

海外の機関投資家は、同じ機関投資家でも、国内の機関投資家に比べて情報劣位にあり、したがって、国内機関投資家ほど効率的なモニタリングは行なえないと考えられる。そこで、次のような仮説を設定できる。

海外機関投資家による株式保有比率が相対的に高い企業ほど、他の企業よりも利益調整を行なう。すなわち、外国法人による株式保有はコーポレート・ガバナンスにとってマイナスの効果をもたらすことになる。

G. 銀行による株式保有

アメリカと違って、日本の銀行は融資を行なうと同時に当該企業の株式を保有する場合も多い。銀行による株式保有比率の上昇は、事業法人による株式保有と同じように安定株主化によるエントレンチメント効果を生じさせる可能性を高くする。したがって、銀行による過度な株式保有は、経営者の利益調整が行なわれる可能性が高いと考えられる。

一方、銀行と（借手企業の）株主との間にはエージェンシー問題が生じていると考えられる。

⁴⁾つまり、銀行は融資先企業の株主からの富の収用というリスクに常にさらされている立場にあるということである。この点に関して、Jensen and Meckling (1976)は、銀行による株式保有は、

⁴⁾ この場合のプリンシパルは銀行でエージェントは借手企業の株主である。プリンシパルとしての銀行は、借手企業（の株主）が融資額の元利分を返済してくれるという範囲において債権者の利益のために行動するエージェントになると期待している。しかしながら、借手企業の株主は、債権者の取分を減らすことが自分達の利益を最大化する場合には、そのような行動を取るというインセンティブが生じることになる。それゆえ、銀行と借手企業の株主との間にも利害の相反が生じることになるのである。

株主と債権者間のエージェンシー・コストを軽減すると指摘している。この指摘をふまえると、銀行が株式を保有し株主の立場として積極的にモニタリングしているようであれば、経営者の利益調整は抑制されるということになる。そこで、次のような仮説を設定できる。

銀行が株主の視点に立って投資先企業をモニタリングしているようであれば利益調整は抑制される。しかしながら、銀行による過度な株式保有が安定株主化を招いてしまえば、利益調整が助長されてしまう。

3. サンプル、変数、推計式

3. 1 サンプル

本研究におけるサンプルは、東京証券取引所一部上場の製造業 799 社である。分析期間は 1999 年から 2004 年までとする。サンプルは日経業種中分類に従って、電気機器 (153 社)、非鉄・金属 (56 社)、食品 (73 社)、繊維 (41 社)、自動車 (42 社)、化学 (109 社)、石油 (8 社)、医薬品 (36 社)、パルプ・紙 (13 社)、ゴム (11 社)、窯業 (24 社)、精密機器 (26 社)、鉄鋼 (33 社)、機械 (116 社)、造船 (4 社)、その他輸送用機器 (9 社)、その他製造 (45 社) の 17 業種とする。

3. 2 変数

3. 2. 1 利益調整 (Earnings management)

本研究においては経営者の利益調整行動の代理変数として裁量的会計発生高 (discretionary accruals) を用いることとする。発生主義会計のもとでは、利益はキャッシュフローと会計発生高 (total accruals) とから成立する。費用を認識基準で、収益を販売基準で認識する発生主義会計においては、利益とキャッシュフローとの間に違いが生じることになる。この違いが会計発生高とよばれるものである。会計発生高の内容は、経営者の裁量が働く裁量的会計発生高と通常の業務から必ず発生する非裁量的会計発生高とに分類することができる。つまり、

$$\text{会計発生高} = \text{裁量的会計発生高} + \text{非裁量的会計発生高}$$

ということである。裁量的会計発生高は、次の 2 つのステップで定量されることになる。まず、会計発生高を求める。次に、求めた会計発生高を裁量的な部分と非裁量的な部分とに区別する。その後、会計発生高から非裁量的な部分を差し引き、その残りを裁量的会計発生高とする。

問題となるのは、通常の業務から必ず発生する非裁量的会計発生高をどのように推定するかという点である。というのも、様々な手法が提唱されてきたものの、今のところ確定的な手法は存在していないからである。そこで本研究では、もっとも標準的な Jones モデルと修正 Jones モデルの 2 つのモデルを用いて非裁量的会計発生高を定量する。

まず、 i 企業の t 期における会計発生高は次のようにして求められる。

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - \Delta Other\ allowances_{it} - Dep_{it}) \quad (1)$$

TA_{it} は i 企業の t 期における会計発生高を、また、 Δ は期中の増減額を表している。 CA_{it} は流動資産、 CL_{it} は流動負債、 $Cash_{it}$ は現金預金を表している。 STD_{it} は資金調達項目を表しており、短期借入金、コマーシャル・ペーパー、1 年以内返済の長期借入金と 1 年以内返済の社債・転換社債の合計額で計算される。 $Other\ allowances$ は、貸倒引当金、賞与引当金・未払賞与、その他の短期引当金、退職給付引当金とその他の長期引当金の合計額で計算される。 Dep_{it} は減価償却費である。

次に、Jones (1991) と Dechow、Sloan and Sweeney (1995) のモデルを参考に非裁量的会計発生高の定量を行なう。Jones (1991) は会計発生高を売上高と有形固定資産とから推定できるとした。ここで、 Rev_{it} は売上高を、 PPE_{it} は有形固定資産額を、 A_{it-1} は i 企業の $t-1$ 期における資産総額を表している。

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

このモデルは Jones モデルとよばれている。

しかしながら、売上高は、売掛金などを通して経営者が裁量的に操作しやすい項目であると考えられる。そこで、Dechow、Sloan and Sweeney (1995) は売上から売掛金を控除した変数を加えたモデルで推定している。ここで、 Rec_{it} は売掛金を表している。

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

このモデルは修正 Jones モデルとよばれている。⁵⁾

(2)・(3)式の推計結果に各企業の財務データを代入して、通常の業務から必ず発生する非裁量的会計発生高を測定する。つまり、(2)式においては、

$$NDA_{it} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (2.1)$$

ということであり、(3)式においては、

$$NDA_{it} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \left(\frac{\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (3.1)$$

ということである。ここで NDA_{it} は i 企業の t 期における非裁量的会計発生高を表している。

したがって、裁量的会計発生高は、(1)式で測定された TA_{it} から(2.1)式と(3.1)式とで測定された NDA_{it} を差し引いたもので定量される。すなわち、

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (4)$$

ということである。ここで、 DA_{it} は i 企業の t 期における裁量的会計発生高を表している。

⁵⁾ (2)・(3)式の推計は年度および業種を考慮したクロスセクション・モデルで行なう。ただし、企業数が 10 社に満たない産業においては、サンプル数確保の観点から類似産業への振替を行なっている。石油産業の 8 社は化学産業へ、造船産業の 4 社はその他輸送用機器産業へ振り替えている。その結果、実際の推計は 15 業種で行なっている。

裁量的会計発生高は正と負の両方の値を取る。裁量的会計発生高の値が正の場合は利益増加型の利益調整 (*income-increasing manipulations*) を意味し、負の場合には利益減少型の利益調整 (*income-decreasing manipulations*) を意味している。経営者は利益増加型と利益減少型の双方の利益調整行動を取ろうとする。例えば、増益時においては将来的な損失に備えて、経営者は利益の一部を隠そうとする利益減少型の調整行動を経営者は取ろうとするであろうし、一方、利益が出ていない時は減益を回避しようと、利益増加型の調整行動を取ろうとするであろう。⁶⁾ 本研究では、機会主義的行動の代表例として経営者の利益調整行動を取上げていることから、利益増加型と利益減少型のどちらの調整行動にも関心がある。したがって、分析には裁量的会計発生高の絶対値を用いることとする。

(4)式の DA_{it} が(2.1)式の Jones モデルから定量される非裁量的会計発生高を用いた場合には Abs_DA と表す。また、(3.1)式の修正 Jones モデルから定量される非裁量的会計発生高を用いた場合には Abs_adj_DA と表す。

3. 2. 2 ガバナンス変数

本研究におけるコーポレート・ガバナンスの内部メカニズムの変数としては、経営陣持株比率 (*Manage_share*)、上位 10 大株主保有比率 (*Top_ten_share*)、ストック・オプション制度の有無 (*Executive incentive*) を用いる。一方、外部メカニズムの変数としては、投信持株比率 (*Invest_share*)、事業法人持株比率 (*Corp_share*)、海外機関投資家持株比率 (*Foreign_share*)、銀行持株比率 (*Finance_share*) を用いる。

3. 2. 3 属性変数

利益調整に影響を及ぼす企業の属性変数としては、売上高の対数値としての企業規模 (*Size*)、時価簿価比率で測定される将来的な成長性 (*Growth opportunity*)、資産利益率で測定される収益性 (*Profitability*)、資産規模の変化(伸び)率で測定される現時点での成長性 (*Current growth*) と負債総額で測定される負債比率 (*Leverage*) を利用する。

企業規模が大きな企業ほど、証券アナリストなどからモニタリングを受けている可能性が高く、また、政治的な圧力を避けるために保守的な会計基準を選択すると考えられる。それゆえ、企業規模が大きな企業ほど経営者は利益調整を行なわないと考えられる。次に、現時点での成長性よりも将来的な成長性が見込まれる企業ほど、株価を維持し株式市場からの資金調達を行いやすくするなどの目的で経営者に利益調整を行なおうとするインセンティブが生じると考えられる。逆に、現時点での成長性が高い企業ほど、経営者には利益調整のインセンティブは生じないと考えられる。収益性は経営者に利益調整のインセンティブをもたらすと考えられる。また、Bartov and Bander (1996)は、負債比率が高い企業ほど利益増加型の利益調整を行なう傾向

⁶⁾ 利益減少型の調整行動は減益時においても行なわれることがある。企業の劇的な業績回復(いわゆる、V字回復)は、翌期における業績を実体以上によく見せるために、減益時において利益減少型の調整行動を行なった結果もたらされることが多いといわれている。

があるという実証結果を得ている。したがって、負債比率が高い企業ほど経営者は利益調整を行なおうとする。表 1 に、ガバナンス変数とコントロール変数の記述統計量を記す。

表 1 記述統計量

変数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
<i>Abs_DA</i>	0.047	0.032	0.064	0.000	1.955
<i>Abs_adj_DA</i>	0.046	0.032	0.066	0.000	2.098
<i>Manage_share</i>	0.030	0.004	0.071	0.000	0.643
<i>Top_ten_share</i>	0.431	0.405	0.141	0.000	0.982
<i>Finance_share</i>	0.334	0.333	0.150	0.000	0.709
<i>Corp_share</i>	0.235	0.190	0.163	0.000	0.918
<i>Invest_share</i>	0.021	0.008	0.035	0.000	0.331
<i>Foreign_share</i>	0.078	0.042	0.096	0.000	0.780
<i>Size</i>	11.438	11.235	1.236	5.124	15.992
<i>Growth opportunity</i>	1.235	1.023	1.160	0.169	46.057
<i>Profitability</i>	0.038	0.030	0.050	-0.501	0.708
<i>Current growth</i>	0.018	0.001	0.402	-0.799	23.096
<i>Leverage</i>	0.504	0.504	0.237	0.000	8.353

Abs_DA : Jones モデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、*Abs_adj_DA* : 修正 Jones モデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、*Manage_share* : 経営陣持株比率、*Top_ten_share* : 上位 10 大株主保有比率、*Finance_share* : 銀行持株比率、*Corp_share* : 事業法人持株比率、*Invest_share* : 投信持株比率、*Foreign_share* : 海外機関投資家持株比率、*Size* : 売上高の対数値、*Growth opportunity* : 時価簿価比率、*Profitability* : 資産利益率、*Current growth* : 資産規模の変化（伸び）率、*Leverage* : 負債比率

3. 3 推計式

本研究で用いる推計式は次のようなものになる。なお、推計には産業ダミー (*Industry*) と年次ダミー (*Year*) を加えることとする。なお、内生性をコントロールするために、説明変数は被説明変数の一期ラグを用いることとする。

$$\begin{aligned}
|DA|_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{Manage_share}_{it-1} + \beta_2 \text{Top_ten_share}_{it-1} \\
& + \beta_3 \text{Finance_share}_{it-1} + \beta_4 \text{Corp_share}_{it-1} \\
& + \beta_5 \text{Invest_share}_{it-1} + \beta_6 \text{Foreign_share}_{it-1} \\
& + \beta_7 \text{Executive incentive}_{it-1} + \beta_8 \text{Size}_{it-1} \\
& + \beta_9 \text{Growth opportunity}_{it-1} + \beta_{10} \text{Pr ofitability}_{it-1} \\
& + \beta_{11} \text{Current growth}_{it-1} + \beta_{12} \text{Leverage}_{it-1} \\
& + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon_{it},
\end{aligned} \tag{4}$$

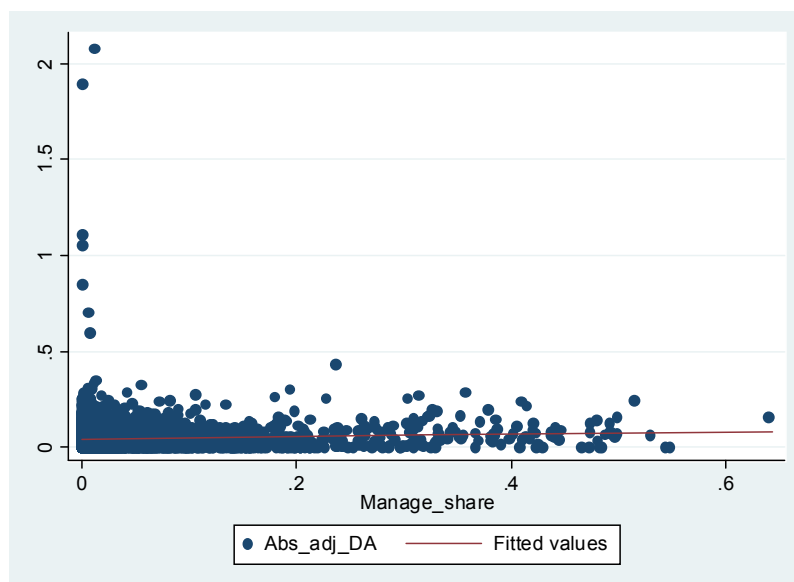
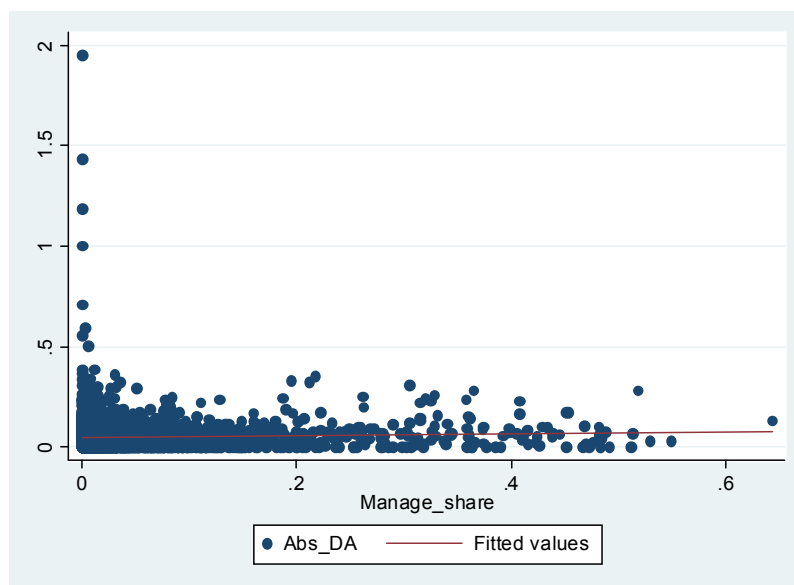
また、第2章における仮説から、大株主による株式ブロックおよび金融機関による株式保有と利益調整との非線形な関係を検証するために、上位10大株主保有比率 (*Top_ten_share*) と銀行持株比率 (*Finance_share*) のそれぞれの二乗項を導入した推計式も用いる。

$$\begin{aligned}
|DA|_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{Manage_share}_{it-1} + \beta_2 \text{Top_ten_share}_{it-1} \\
& + \beta_3 (\text{Top_ten_share}_{it-1})^2 + \beta_4 \text{Finance_share}_{it-1} \\
& + \beta_5 (\text{Finance_share}_{it-1})^2 + \beta_6 \text{Corp_share}_{it-1} \\
& + \beta_7 \text{Invest_share}_{it-1} + \beta_8 \text{Foreign_share}_{it-1} \\
& + \beta_9 \text{Executive incentive}_{it-1} + \beta_{10} \text{Size}_{it-1} \\
& + \beta_{11} \text{Growth opportunity}_{it-1} + \beta_{12} \text{Pr ofitability}_{it-1} \\
& + \beta_{13} \text{Current growth}_{it-1} + \beta_{14} \text{Leverage}_{it-1} \\
& + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon_{it},
\end{aligned} \tag{5}$$

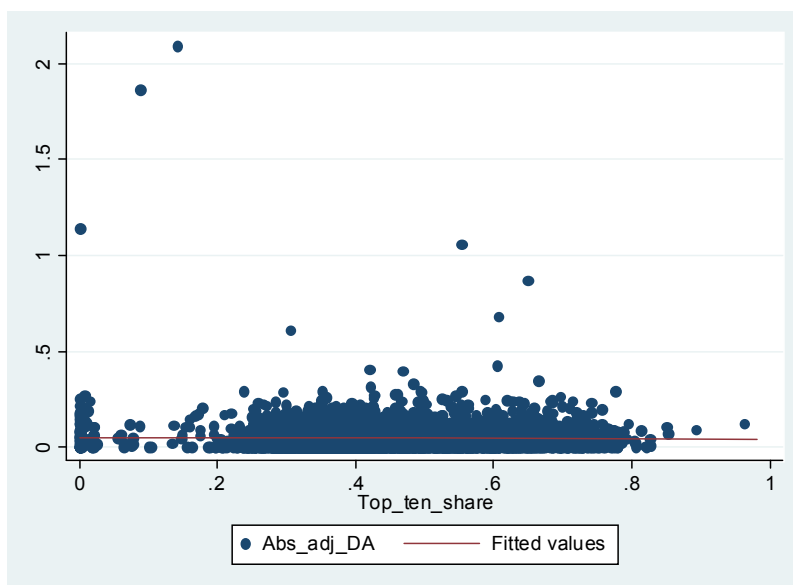
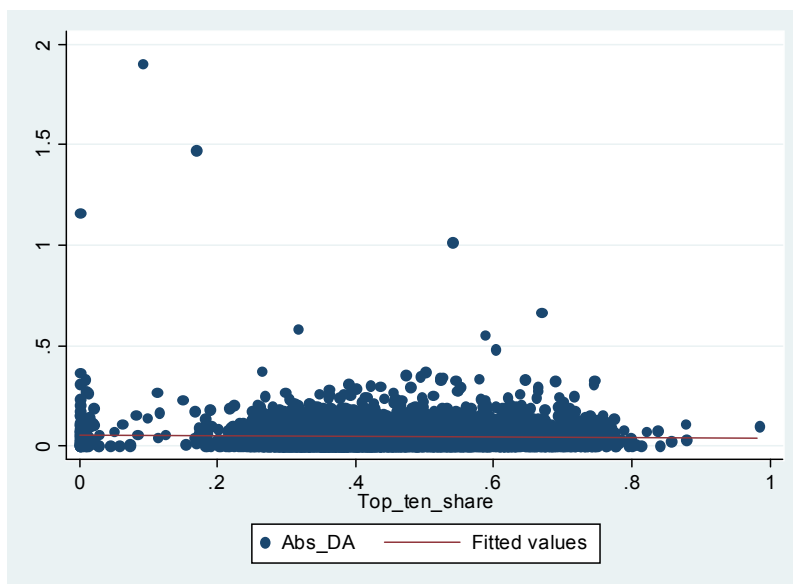
4. データ

推計に入る前に、内・外部のガバナンス変数と裁量的会計発生高との関係をグラフで視覚的にとらえる。グラフでは、横軸に各ガバナンス変数を縦軸に裁量的会計発生高を取る。なお、グラフ中の赤い線は、各ガバナンス変数を裁量的会計発生高に回帰させた時の回帰直線を表している。

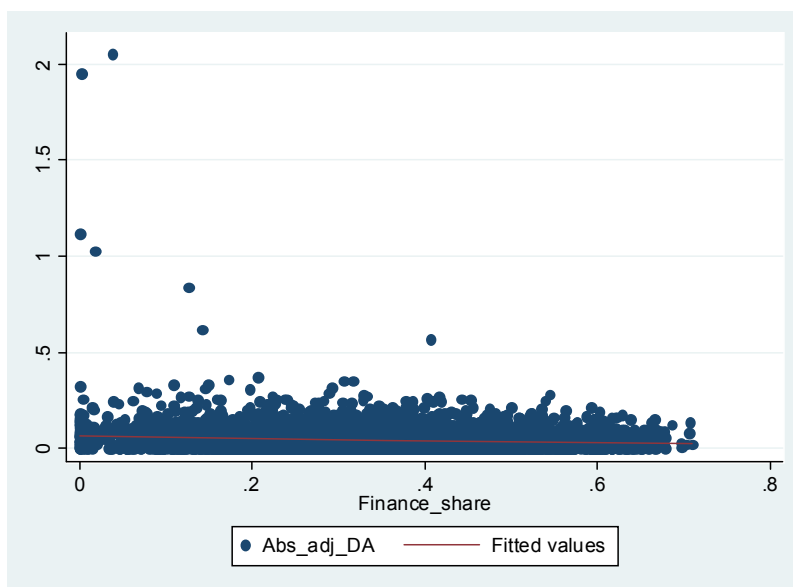
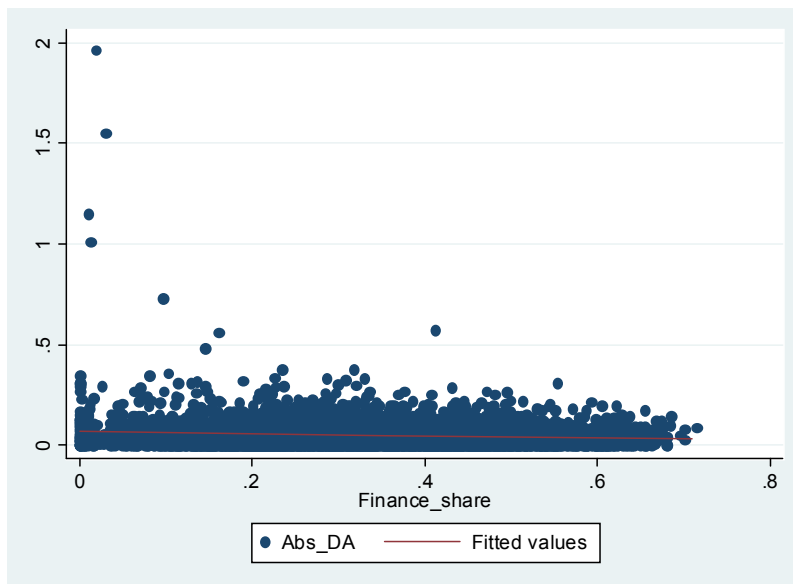
下記の2つのグラフは、経営陣持株比率 (*Manage_share*) と裁量的会計発生高との関係をとらえたものである。経営陣持株比率は40%程度までのグラフの左側に集中していることが分かる。分布の特徴として、40%から50%へと比率が上昇しても裁量的会計発生高がある程度の大きさを持つサンプルが存在するという点である。赤い線が右上がりに見えることから両者の間にはプラスの関係があると考えられる。



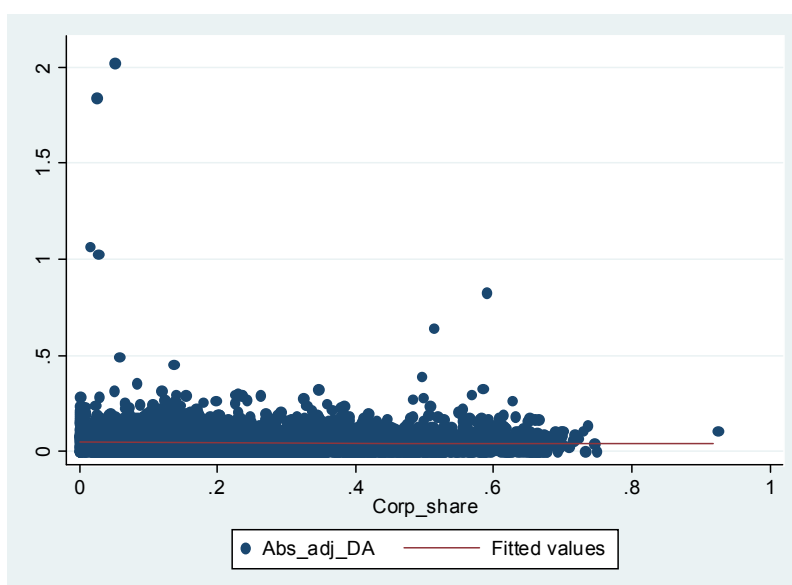
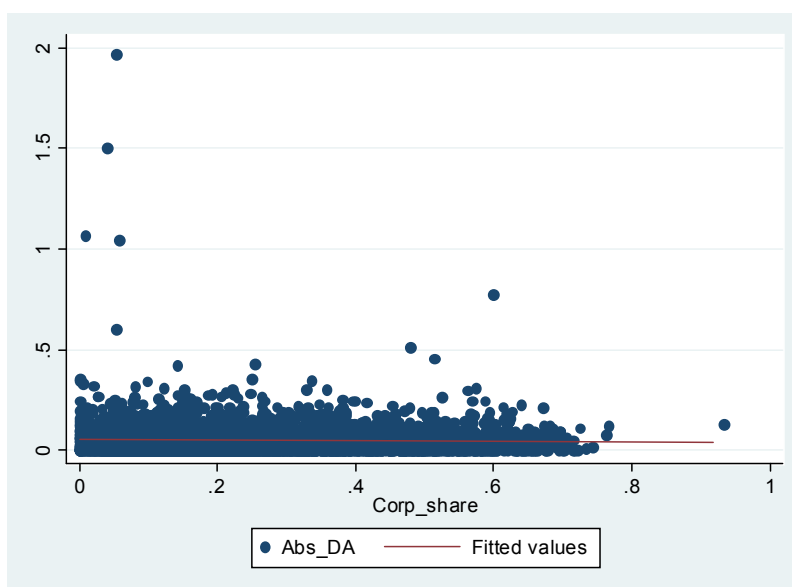
上位 10 大株主保有比率 (*Top_ten_share*) と裁量的会計発生高との関係をとらえたグラフを示す。上位 10 大株主保有比率は経営陣持株比率と異なり、20%から 80%までの中央部に広がる形で分布していることが分かる。赤い線が若干右下がりに見えることから両者の間にはマイナスの関係があると考えられる。



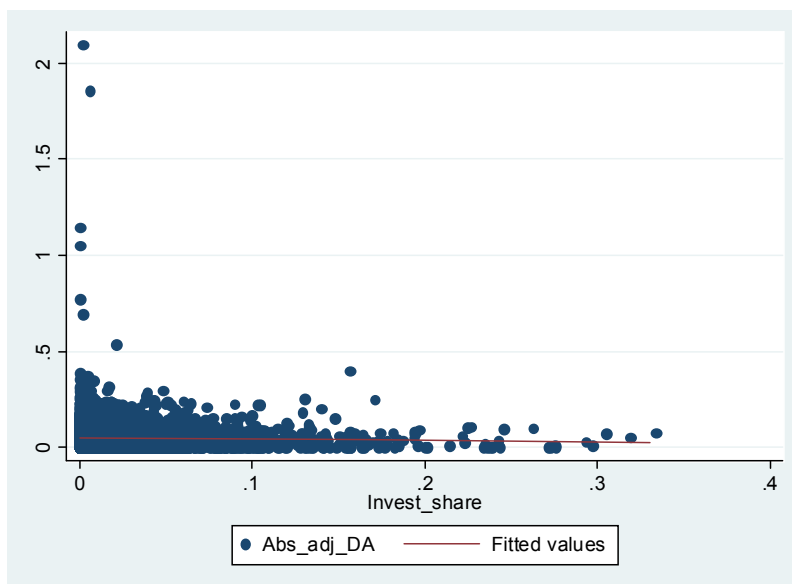
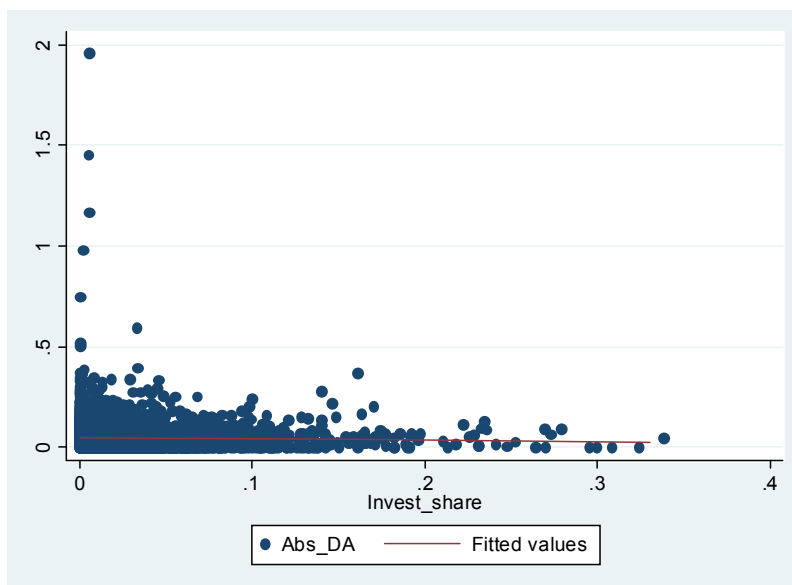
銀行持株比率 (*Finance_share*) と裁量的会計発生高との関係をとらえたグラフを示す。銀行持株比率は、70%程度までほぼ均一に分布していることが分かる。赤い線が右下がりに見えることから両者の間にはマイナスの関係があると考えられる。



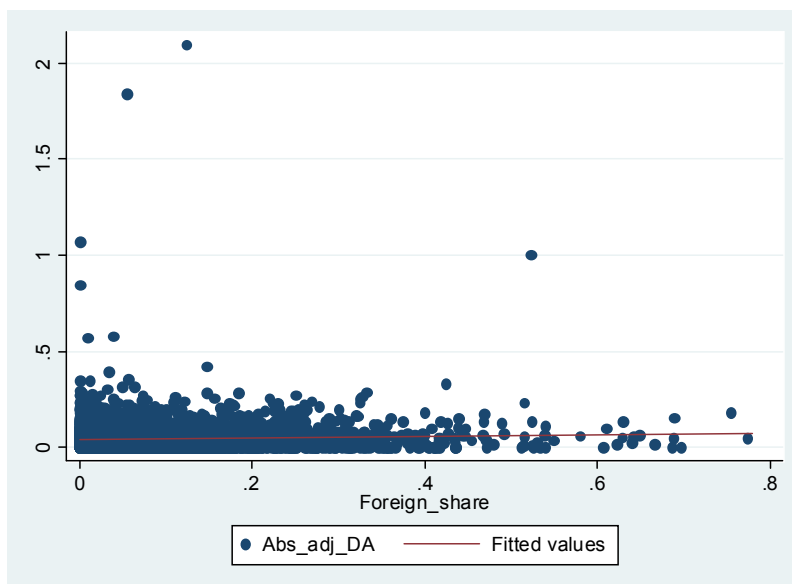
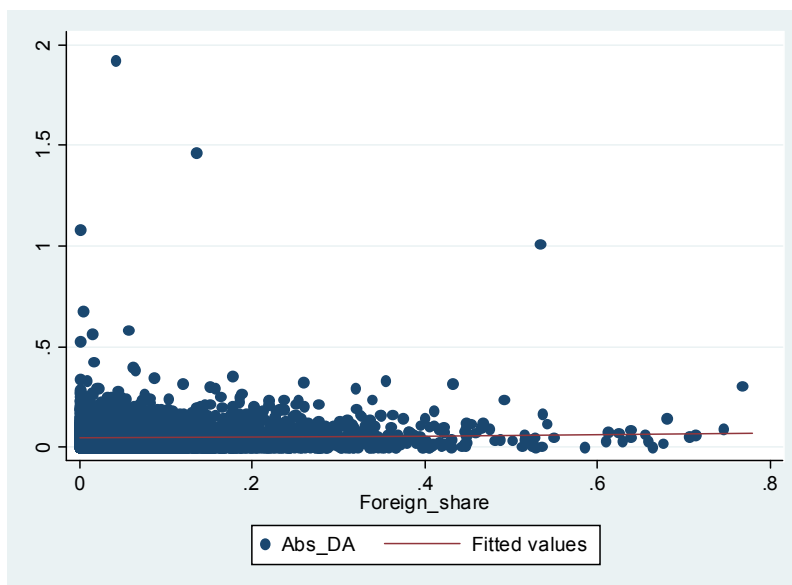
事業法人持株比率 (*Corp_share*) と裁量的会計発生高との関係をとらえたグラフを示す。事業法人持株比率と銀行持株比率の分布は似ているように見える。しかしながら、事業法人持株比率の50%から60%台前半において裁量的会計発生高の値が大きくなるサンプルの存在が認められる。このようなサンプルの存在は銀行持株比率のグラフにおいては確認されていない。したがって、他社による自社株保有比率が50%から60%台前半の企業において、特に、コーポレート・ガバナンスが弱まっているのではないかという状況が考えられる。



投信持株比率 (*Invest_share*) と裁量的会計発生高との関係をとらえたグラフを示す。投信持株比率と経営陣持株比率の分布は似ているように見える。経営陣持株比率では30%から40%台と比率が上昇しても、裁量的会計発生高がある程度の大きさを持つサンプルの存在が認められたが、投信持株比率ではそのような傾向は確認されていない。赤い線が右下がりに見えることから両者の間にはマイナスの関係があると考えられる。



最後に、海外機関投資家持株比率 (*Foreign_share*) と裁量的会計発生高との関係をとらえたグラフを示す。国内の機関投資家と比較して海外は持株比率が 70%台という高い水準においてもサンプルが分布しており、かつ、それらの裁量的会計発生高がある程度の大きさを持つという点の特徴である。それゆえ、赤い線が右上がりになっており両者の間にはプラスの関係があると考えられる。



5. 結果

表2 コーポレート・ガバナンスが利益調整に及ぼす影響—(4)式を推計した場合

	Abs_DA	Abs_adj_DA
Intercept	0.080 (0.016)***	0.087 (0.018)***
Manage_share	0.078 (0.045)*	0.087 (0.044)**
Top_ten_share	-0.018 (0.020)	-0.021 (0.020)
Finance_share	-0.012 (0.016)	-0.011 (0.015)
Corp_share	0.013 (0.020)	0.016 (0.019)
Invest_share	-0.052 (0.021)***	-0.048 (0.022)**
Foreign_share	0.119 (0.040)***	0.126 (0.041)***
Executive incentive	0.001 (0.003)	0.001 (0.002)
Size	-0.010 (0.003)***	-0.010 (0.003)***
Growth opportunity	0.005 (0.003)*	0.006 (0.003)*
Profitability	0.029 (0.040)	0.022 (0.046)
Current growth	-0.014 (0.017)	-0.018 (0.019)
Leverage	0.086 (0.042)**	0.091 (0.041)***
Year fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Adj.R ²	0.187	0.180
Sample size	4422	4422

表2は(4)式の推計結果である。Abs_DA: Jonesモデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、Abs_adj_DA: 修正Jonesモデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、カッコ内はWhiteの標準誤差。

*** 1%水準で有意、** 5%水準で有意、* 10%水準で有意。

表2は(4)式の推計結果である。被説明変数の裁量的会計発生高を *Abs_DA* と *Abs_adj_DA* のどちらに変えても、経営陣持株比率 (*Manage_share*) は、それらに対してプラスの影響を有意に及ぼしている。この結果は、第4節の経営陣持株比率のグラフと合致するものである。つまり、経営陣による株式保有がすすむほど利益調整が助長されるということである。この結果は、経営陣の株式保有に関する仮説の成立を否定するものである。仮説と異なるこのような実証結果をどのように解釈すればいいのであろうか。この点に関して Bolton, Scheinkman and Xiong (2005)は、次のような考え方を提起している。すなわち、経営者による利益調整は株主と経営陣という以前から考えられていたタイプの利害衝突から生じるものではなく、現在の株主と将来の株主との間の利害衝突から生じるという考え方である。つまり、経営陣は将来の株主ではなく現在の株主のエージェントなのであり、現時点での株価の上昇に動機づけられているということである。それゆえ、たとえ利益調整という歪んだ手段を使っても、それによって既存株主の株主価値が最大化されるようであれば、その行為を行なおうとするのである。実証結果はこの考え方を支持するものである。上位10大株主保有比率 (*Top_ten_share*)、金融機関持株比率 (*Finance_share*) と事業法人持株比率 (*Corp_share*) に関しては、統計的に有意な結果は得られていない。

投信持株比率 (*Invest_share*) は、裁量的会計発生高を *Abs_DA* と *Abs_adj_DA* のどちらに変えてもマイナスに有意となっている。この結果は第4節の投信持株比率のグラフと合致するものである。つまり、投信に代表される国内機関投資家の株式保有が高くなるほど、利益調整は抑制されるということである。この結果は、国内機関投資家の株式保有に関する効率的モニタリング仮説(*efficient-monitoring hypothesis*)の成立を示唆している。また、海外機関投資家持株比率 (*Foreign_share*) は、裁量的会計発生高に対してプラスに有意であり、この結果も第4節の海外機関投資家持株比率のグラフと合致するものである。つまり、海外機関投資家が株式を保有しても利益調整は抑制されないということであり、海外機関投資家に関する非効率なモニタリング仮説を支持するものである。したがって、海外の機関投資家に国内企業のコーポレート・ガバナンスを期待するのは難しいのではないかと考えられる。また、ストック・オプション (*Executive incentive*) は利益調整に影響を及ぼさないという結果が得られた。つまり、ストック・オプションは経営陣に利益調整というモラルハザードのインセンティブを与えてしまう可能性があるということであり、ストック・オプションがコーポレート・ガバナンスにもたらす負の側面に関する仮説を支持するものである。

コントロール変数に関する結果は次の通りである。企業規模 (*Size*)、時価簿価比率 (*Growth opportunity*) と負債比率 (*Leverage*) は符号条件と一致する結果が得られた。しかしながら、収益性 (*Profitability*) と現時点での成長性 (*Current growth*) は有意ではなかった。

表3 コーポレート・ガバナンスが利益調整に及ぼす影響— $Top_ten_share^2$ を導入した場合

	Abs_DA	Abs_adj_DA
Intercept	0.114 (0.024)***	0.121 (0.028)***
Manage_share	0.081 (0.031)***	0.089 (0.030)***
Top_ten_share	-0.152 (0.059)***	-0.160 (0.066)**
(Top_ten_share) ²	0.149 (0.060)***	0.154 (0.065)**
Finance_share		
(Finance_share) ²		
Corp_share	0.012 (0.009)	0.014 (0.010)
Invest_share	-0.052 (0.022)**	-0.048 (0.022)**
Foreign_share	0.123 (0.037)***	0.129 (0.038)***
Executive incentive	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
Size	-0.010 (0.003)***	-0.010 (0.003)***
Growth opportunity	0.005 (0.003)*	0.005 (0.003)
Profitability	0.024 (0.041)	0.017 (0.047)
Current growth	-0.015 (0.017)	-0.019 (0.019)
Leverage	0.086 (0.041)**	0.091 (0.040)***
Year fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Adj.R ²	0.190	0.183
Sample size	4422	4422

表3は(5)式に $Top_ten_share^2$ を導入した場合の推計結果である。Abs_DA : Jones モデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、Abs_adj_DA : 修正 Jones モデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、カッコ内は White の標準誤差。*** 1%水準で有意、** 5%水準で有意、* 10%水準で有意。

表3は、上位10大株主保有比率の二乗項 ($Top_ten_share^2$) を導入した(5)式の推計結果である。被説明変数の裁量的会計発生高を Abs_DA と Abs_adj_DA のどちらに変えても、上位10大株主保有比率 (Top_ten_share) とその二乗項 ($Top_ten_share^2$) はともに有意であり、二乗項 ($Top_ten_share^2$) の符号がプラスで得られていることから、大株主による株式ブロックは裁量的会計発生高に対してU字型の影響を及ぼすと考えられる。U字型の頂点での(つまり、裁量的会計発生高が最も抑制される)ブロック形成比率を計算すると51%であることが判明した。この結果は次のような示唆を与える。すなわち、少数の大株主による株式ブロックが形成されていくとロックイン効果 (*lock-in effect*) が生じることから効果的なモニタリングが行なわれる。その結果、利益調整は抑制されていくことになる。しかしながら、51%を超えてブロックが形成されてしまえば、流動性効果 (*liquidity-effect*) がロックイン効果 (*lock-in effect*) よりも強くなってしまい、大株主のモニタリング意欲を弱めてしまう。その結果、利益調整が助長されてしまうことになる。

表3においても、経営陣持株比率 ($Manage_share$) は裁量的会計発生高に対してプラスに有意となっている。つまり、経営陣による株式保有は利益調整を助長するということであり、ここでも経営陣の株式保有に関する仮説の成立は否定される。また、投信持株比率 ($Invest_share$) も裁量的会計発生高に対してマイナスに有意である。つまり、国内機関投資家の株式保有に関する効率的モニタリング仮説 (*efficient-monitoring hypothesis*) の成立が支持される。また、海外機関投資家持株比率 ($Foreign_share$) も裁量的会計発生高に対してプラスに有意であり、海外機関投資家に関する非効率なモニタリング仮説が支持される結果が得られている。

表4 コーポレート・ガバナンスが利益調整に及ぼす影響— $Finance_share^2$ を導入した場合

	Abs_DA	Abs_adj_DA
Intercept	0.102 (0.022)***	0.108 (0.025)
Manage_share	0.058 (0.031)*	0.063 (0.029)**
Top_ten_share		
(Top_ten_share) ²		
Finance_share	-0.165 (0.052)***	-0.171 (0.061)***
(Finance_share) ²	0.214 (0.074)***	0.222 (0.084)***
Corp_share	-0.005 (0.008)	-0.005 (0.009)
Invest_share	-0.056 (0.021)**	-0.053 (0.022)***
Foreign_share	0.111 (0.036)***	0.116 (0.036)***
Executive incentive	0.002 (0.003)	0.001 (0.003)
Size	-0.009 (0.003)***	-0.010 (0.003)***
Growth opportunity	0.005 (0.003)	0.005 (0.003)
Profitability	0.029 (0.041)	0.022 (0.047)
Current growth	-0.015 (0.017)	-0.019 (0.019)
Leverage	0.086 (0.041)**	0.091 (0.040)**
Year fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Adj.R ²	0.193	0.189
Sample size	4422	4422

表4は(5)式に $Finance_share^2$ を導入した場合の推計結果である。Abs_DA : Jones モデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、Abs_adj_DA : 修正 Jones モデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、カッコ内は White の標準誤差。*** 1%水準で有意、** 5%水準で有意、* 10%水準で有意。

表 4 は、銀行持株比率の二乗項 ($Finance_share^2$) を導入した(5)式の推計結果である。被説明変数の裁量的会計発生高を Abs_DA と Abs_adj_DA のどちらに変えても、銀行持株比率 ($Finance_share$) とその二乗項 ($Finance_share^2$) はともに有意であり、二乗項 ($Finance_share^2$) の符号がプラスで得られていることから、銀行持株比率は裁量的会計発生高に対して U 字型の影響を及ぼすと考えられる。U 字型の頂点での (つまり、裁量的会計発生高が最も抑制される) 銀行持株比率を計算すると 39%であることが判明した。この結果は次のような示唆を与える。すなわち、銀行による株式保有がすすんでいくと株主としての立場から積極的なモニタリングが行なわれることになる。その結果、利益調整は抑制されていくことになる。しかしながら、39%を超えて銀行が株式を保有してしまえば、事業法人による株式保有と同じように安定株主としての側面が強くなることから利益調整が助長されてしまう。経営陣持株比率 ($Manage_share$)、投信持株比率 ($Invest_share$) と海外機関投資家持株比率 ($Foreign_share$) に関しては、表 4 においても符号条件と一致する結果が得られている。

最後に、上位 10 大株主保有比率の二乗項 ($Top_ten_share^2$) と銀行持株比率の二乗項 ($Finance_share^2$) の両方を導入した(5)式の推計結果を表 5 に提示する。被説明変数の裁量的会計発生高を Abs_DA と Abs_adj_DA のどちらに変えても、銀行持株比率 ($Finance_share$) とその二乗項 ($Finance_share^2$) はともに有意であり、二乗項 ($Finance_share^2$) の符号がプラスで得られていることから、銀行持株比率は裁量的会計発生高に対して U 字型の影響を及ぼすという結論が支持される。U 字型の頂点での (つまり、裁量的会計発生高が最も抑制される) 銀行持株比率を計算すると 34%であることが判明した。しかしながら、上位 10 大株主保有比率に関しては、上位 10 大株主保有比率 (Top_ten_share) とその二乗項 ($Top_ten_share^2$) がともに有意という結果は、いずれの被説明変数においても得られなかった。

表5 コーポレート・ガバナンスが利益調整に及ぼす影響—(5)式を推計した場合

	Abs_DA	Abs_adj_DA
Intercept	0.132 (0.031)***	0.140 (0.037)***
Manage_share	0.092 (0.048)**	0.101 (0.047)**
Top_ten_share	-0.119 (0.076)	-0.126 (0.078)*
(Top_ten_share) ²	0.094 (0.066)	0.098 (0.067)
Finance_share	-0.143 (0.048)***	-0.149 (0.055)***
(Finance_share) ²	0.211 (0.073)***	0.220 (0.084)***
Corp_share	0.025 (0.021)	0.028 (0.021)
Invest_share	-0.053 (0.021)**	-0.049 (0.022)**
Foreign_share	0.131 (0.043)***	0.138 (0.044)***
Executive incentive	0.002 (0.003)	0.001 (0.002)
Size	-0.011 (0.003)***	-0.011 (0.004)***
Growth opportunity	0.004 (0.003)	0.005 (0.003)
Profitability	0.024 (0.041)	0.017 (0.047)
Current growth	-0.015 (0.017)	-0.019 (0.019)
Leverage	0.087 (0.041)**	0.091 (0.040)**
Year fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Adj.R ²	0.196	0.188
Sample size	4422	4422

表5は(5)式の推計結果である。Abs_DA: Jonesモデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、Abs_adj_DA: 修正Jonesモデルから定量される裁量的会計発生高の絶対値、カッコ内はWhiteの標準誤差。

*** 1%水準で有意、** 5%水準で有意、* 10%水準で有意。

6. 結 論

本研究は、コーポレート・ガバナンスと経営者の機会主義的行動の代表例である利益調整 (Earnings management) との関係を実証分析するものである。コーポレート・ガバナンスを各経済主体の株式保有という観点からとらえると内部メカニズム (経営陣による株式保有、大株主による株式保有集中、ストック・オプション制度の有無) と外部メカニズム (国内・海外の機関投資家による株式保有、事業法人による株式保有、銀行による株式保有) に分類できる。本研究の目的は、これらのメカニズムが経営者の利益調整に及ぼす影響を分析することで、株主の視点からとらえたコーポレート・ガバナンスを検証するところにある。

本研究の結論は次の通り。経営陣による株式保有は利益調整を抑制できないために、コーポレート・ガバナンスにとってマイナスである。大株主の株式保有集中度は、その比率が 51% 程度までなら、大株主のモニタリングのインセンティブが高まるので利益調整は抑制される。したがって、51% 程度までの大株主の株式保有集中はコーポレート・ガバナンスにとってプラスである。ストック・オプションは利益調整を抑制できないためにコーポレート・ガバナンスにとって必ずしも有効なメカニズムであるとはいえない。機関投資家の中でも国内投資運用会社による株式保有は利益調整を抑制することから、コーポレート・ガバナンスにとってプラスである。一方、海外機関投資家による株式保有は利益調整を抑制できないためにコーポレート・ガバナンスにとってマイナスである。銀行の株式保有は、その比率が 39% 程度までなら、銀行の株主としての立場からのモニタリングのインセンティブが高まるので利益調整は抑制される。したがって、39% 程度までなら銀行による株式保有はコーポレート・ガバナンスにとってプラスである。

参考文献

- 一ノ富士郎 (2008) 『QOE[利益の質]分析』 中央経済社
- Bartov, E., and Bonder, G., (1996), "Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity: Theory and evidence." *The Accounting Review* 71, pp. 397—418.
- Bergstresser, D., and Philippon, T., (2006), "CEO incentives and earnings management." *Journal of Financial Economics*. 80, pp. 511—529.
- Bolton, P., Scheinkman, J. and Xiong, W., (2006), "Executive compensation and short-termist behavior in speculative markets." *Review of Economic Studies* 73 (3), July, pp. 577—610.
- Burns, N., and Kedia, S., (2006), "The impact of performance-based compensation on misreporting." *Journal of Financial Economics* 79, pp. 35—67.

- Chung, R., Firth, M. and Kim, J., (2002), "Institutional monitoring and opportunistic earnings management." *Journal of Corporate Finance* 8 : 1, pp. 29—48.
- Dechow, M., Sloan, R., and Sweeney, A., (1995), "Detecting earnings management." *The Accounting Review* 70, 193—226.
- Del, D., (1996), "The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments." *Journal of Financial Economics* 40, pp. 31—62.
- Denis, K., and McConnell, J., (2003), "International corporate governance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, pp.1—36.
- Jensen, M., and Meckling, W., (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305—360.
- Jones, J., (1991), "Earnings management during important relief investigations." *Journal of Accounting Research* 29, pp. 193—228.
- Maug, E., (1998), "Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control ? " *Journal of Finance* 53, pp. 65—98.
- Pound, J., (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight." *Journal of Financial Economics* 20, pp. 237—265.