

# T M & A R G

Discussion Paper No. 143

グループ・ガバナンスと利益マネジメント  
に関する予備的研究

—純粋持株会社における利益マネジメントに注目して—

木村史彦

2021年5月10日

TOHOKU MANAGEMENT & ACCOUNTING RESEARCH GROUP

Discussion Paper

---

GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS AND  
MANAGEMENT TOHOKU UNIVERSITY  
27-1 KAWAUCHI, AOBA-KU, SENDAI,  
980-8576 JAPAN

# グループ・ガバナンスと利益マネジメントに関する予備的研究

## — 純粋持株会社における利益マネジメントに注目して —

木村史彦（東北大学）

### 1. はじめに

会計研究において、利益マネジメント (earnings management) は重要な分析対象となってきたが、そこでは動機や手法に関心が寄せられてきた<sup>1</sup>。一方で、利益マネジメントの実施主体（発生当事者）は、親会社経営者であると暗黙裡に想定され、ほとんど注目されてこなかった。しかしながら、現在の上場企業の多くは、企業集団を形成しつつ、連結財務諸表を公表しており、連結会計数値は子会社を通じて調整可能である<sup>2</sup>。東京商工リサーチが実施した「2019年度『不適切な会計・経理を開示した上場企業』調査」では<sup>3</sup>、「不適切な会計・経理」により過年度決算に影響が出た、あるいは今後影響する可能性があることを開示した 69 社（73 件）の発生当事者について、第 1 位が「会社（27 社〔28 件〕）」（親会社）であり、第 2 位が「子会社・関係会社（24 社〔26 件〕）」であることが報告されている。利益マネジメントと「不適切な会計・経理」は必ずしも同一視できないが、利益マネジメントが子会社において実施されている可能性があることを示す調査結果である。また、木村（2017）は連結会計利益に対して子会社利益を通じた調整が実施されていること、さらに子会社を通じた利益マネジメントが、子会社管理をめぐる親会社および子会社の属性の影響を受けるものであることを明らかにしている。

先行研究では、企業のガバナンス構造が利益マネジメントの動機や抑制要因となることが多くの研究で示唆されてきた（包括的な議論として García-Meca and Sánchez-Ballesta, 2009; 首藤, 2010 参照）。ここで分析対象となってきた「ガバナンス」は、契約に基づく経営者の動機付け、外部ガバナンス（法規制、買収の脅威）、内部ガバナンス（取締役、監査役や監査委員会、機関投資家等のモニタリング）等、親会社経営者に対するコントロールを想定するものであり、利益マネジメントの実施主体を親会社経営者と想定することと軌を一にしている。しかしながら子会社が実施する利益マネジメント、特に子会社経営者が主導するもの（例えば、子会社間の競争を背景とする利益マネジメントおよび親会社からの評価の改善を意図した利益マネジメント）を考察する場合、親会社による企業集団（グループ）内のガバナンス（グループ・ガバナンス）が重要となる。2019 年には経済産業省から「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」が公表される等、近年、グループ・ガバナンスが重要視されている。ここではグループ・ガバナンスに係る議論として、グループ全体の組織設計、事業ポートフォリオ、内部統制、子会社経営者の指名、上場子会社問題が取り上げられている。グループ・ガバナンスとの関係を分析する利益マネジメント研究は僅少であるが、関係会社を通じた利益マネジメントが広く実施されている可能性がある

<sup>1</sup> 利益マネジメント研究に係る包括的なサーベイとしては Ronen and Yaari (2008) を参照。

<sup>2</sup> 日経 NEEDS 財務データベースに収録されている 2019 年度の上場会社（一般事業会社）3,628 社のうち 3,073 社（84.7%）が連結財務諸表を公表している。

<sup>3</sup> 東京商工リサーチのサイト（[https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20200424\\_02.html](https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20200424_02.html)、2021 年 3 月参照）。この調査は 2008 年度から 12 年にわたって実施されているが、そのうちの 6 年において発生当事者の第 1 位が「子会社・関係会社」であった。

ことをふまえると、その重要性は極めて高い。

本稿では、グループガバナンスの中で最も重要とされるグループ全体の組織設計が利益マネジメントに及ぼす影響に関する予備的考察として純粋持株会社に注目し、そこでの利益マネジメントの実態の解明を試みる。純粋持株会社は、「その会社自体は事業活動を行わず、株式所有を通じて他の会社の事業活動を支配することを目的とした企業の形態」とされる<sup>4</sup>。グループ全体の組織設計としては、機能別組織、事業部制組織、カンパニー制組織等があるが、純粋持株会社は最も分権化（監督と執行の分離）が進んだ組織である（浦野, 2014；松田, 2019）。純粋持株会社はグループ全体に比して小規模であり、事業活動を行わないことから、自社での利益マネジメントの手法は限定され、基本的には子会社の企業活動や会計処理に介入する形で実施することになる。その点で、上場会社の大部分を占める事業持株会社とは利益マネジメントをめぐる環境が大きく異なり、このことが純粋持株会社に注目する理由となる。また、親会社が純粋持株会社である企業集団は世界的に見られるものであるが、上場純粋持株会社は欧米では僅少であり、アジア圏、特に日本において数多く観察されることから（河野, 2013）、純粋持株会社は日本企業のグループ・ガバナンスに係る議論において注目すべきテーマであるといえる。

以下、本稿は次のように構成する。第2節で純粋持株会社に係る制度的な背景を概説した上で仮説を導出する。そして、第3節でリサーチデザイン、第4節で検証結果を示す。最後に第5節で結論と今後の課題に言及する。

## 2. 仮説の導出

日本では純粋持株会社の設立が独占禁止法（1947年制定）で禁じられてきたが、1997年の改正で解禁された。その後1999年に大和証券グループ本社が純粋持株会社化して以降、年々増加し、吉村（2021）によれば、2020年10月末時点で上場会社の内の600社程度が（純粋）持株会社制を採用している<sup>5</sup>。

平成27年度経済産業省『純粋持株会社実態調査』に基づく純粋持株会社の平均的な収益構造は<sup>6</sup>、収益の約94.86%が関係会社との間で生じたものであり、その内訳は約69.98%が受取配当金、グループ運営収入が約16.56%、資産の賃貸料、使用料収入が約3.63%となっている。すなわち、純粋持株会社は事業活動をほとんど行わず、関係会社株式の配当金、グループ運営（経理、人事等）に伴う収入（賃貸料や業務受託料等）を得る構造となっている。したがって、純粋持株会社体制下での連結利益の調整の大部分は子会社を通じて実施されると考えられる。

これらの特徴は、純粋持株会社の会計発生高（accounting accruals）の調整による会計的利益マネジメント（accrual-based earnings management）と企業活動を変更する実体的利益マネジメント（real earnings management）の各々に対していかなる影響を及ぼすのであろうか。連結利益に対する調整は、(1) 親会社の意向で実施されるケースと、(2) 子会社の意向で実施されるケースに分類

---

<sup>4</sup> 経済産業省の純粋持株会社実態調査 (<https://www.meti.go.jp/statistics/tyo/mochikabu/index.html>) 参照（2021年3月閲覧）。なお、独占禁止法第9条第4項では、持株会社が「子会社の株式の取得価額の合計額の当該会社の総資産の額に対する割合が100分の50を超える会社」と規定されている。

<sup>5</sup> ただし、この集計のベースとなる純粋持株会社の定義については示されていない。第3節で議論するが、純粋持株会社の特定化については、様々な方法が考えられる。

<sup>6</sup> この調査は非上場の純粋持株会社を含んでいる点に留意が必要である。

できる<sup>7</sup>。純粋持株会社自身がグループ全体の経理機能を統括するケースが多いことをふまえると、(1) 親会社の意向で実施されるケースにおいては、子会社の会計処理への介入を通じた会計的利益マネジメントの実施が容易であると予想される。一方で、実体的利益マネジメントについては、純粋持株会社では、その機能がグループ全体の戦略の策定と執行管理に限定され、事業に関する意思決定については実施しない（できない）ことから（塘, 2008）、関係会社の事業変更に介入することは困難である可能性が高い。次に (2) 連結利益の調整が子会社の意向で実施されるケースにおいては、子会社自身が経理機能を有さないか、あるいは親会社（純粋持株会社）の介入を受けることから、会計的利益マネジメントの実施は困難であるものの、事業に関する意思決定の自由度が高いことから実体的利益マネジメントの実施は容易であると考えられる。これらの議論を通じて、次の仮説が導かれる。

**仮説 他の条件が等しい下で、グループ全体の組織設計として純粋持株会社を適用している企業集団とそうでない企業集団では、利益マネジメントの水準が異なる**

### 3. リサーチデザイン

#### 3.1. 変数の特定化

##### 3.1.1. 純粋持株会社の変数

本稿の検証では、純粋持株会社の特定がポイントとなるが、独占禁止法に定められた定義（注記4参照）に基づく特定は困難であった<sup>8</sup>。しかしながら、2012年の金融商品取引法の改正に伴う2013年9月の施行令改正により、純粋持株会社に該当する企業の開示が進められ、有価証券報告書において、関係会社に対する売上高（製品・商品売上高を除く）が、売上高の80%以上となる会社を「特定上場会社等」として、その旨およびその内容を有価証券報告書等に記載することが定められた。これにより有価証券報告書（主に事業の内容）を分析することで、純粋持株会社に該当するか否かを特定することが可能となっている。そこで、『eol』（プロネクサス社）を用いて上場会社の2013年9月から2019年12月までの有価証券報告書を全文検索して「特定上場会社等」の記述がある決算を抽出、個別に確認して純粋持株会社を特定し、純粋持株会社に該当する企業一年（Firm-year、以下FYとする）を1、そうでないFYを0とする変数を *HLD* とする。

##### 3.1.2. 会計的利益マネジメントに関する変数

会計的利益マネジメントの代理変数として、利益と営業活動によるキャッシュ・フローの差額である会計発生高（accounting accruals: *AC*）の異常部分（異常会計発生高〔abnormal accounting accruals: *AAC*〕）の絶対値を用いる<sup>9</sup>。*AAC*の推定にあたっては、*AC*の実際値から推定された*AC*の正常値を控除するアプローチを用いる。ここで、Jones (1991) が提案した*AC*の推定モデルに対

<sup>7</sup> ここで親会社の子会社を支配していると仮定するならば、親会社（経営者）は親会社利益と子会社利益のいずれか（あるいは両者）を通じて連結利益を調整できるが、利益マネジメントの実施の隠蔽を愛好する場合には親会社利益の調整を選択する可能性が高い（Dyreg et al., 2012）。

<sup>8</sup> 子会社株式の保有のウェイトが高くても、事業活動を行う「持株会社」が多数存在するためである。そのため先行研究では、商号、有価証券報告書の内容、事業報告書等を精査して純粋持株会社を特定化するケースが多い。例えば、浅羽 (2020) は各社ホームページ、有価証券報告書、Wikipedia（インターネット上の百科事典）の情報等をもとに特定化している。

<sup>9</sup> 本稿では、利益としては税引後経常利益（＝親会社株主に帰属する当期純利益－特別利益＋特別損失）を用いる。

して、業績（純利益÷総資産）を含めることによって推定の信頼性が高まることを示唆した Kothari et al. (2005) に依拠し（式 1）、各年の業種（日経業種分類・中分類）ごとに係数を推計して各 FY の正常値を推定する。なお、推定の信頼性を担保するため、企業数が 8 未満となる業種一年に属する FY をサンプルから除外した。

$$AC_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 ((\Delta S_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) / A_{i,t-1}) + \beta_3 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_4 (NI_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

（AC: 会計発生高、S: 売上高、AR: 売上債権、PPE: 償却性有形固定資産、NI: 当期純利益、Assets: 総資産、 $\varepsilon$ : 残差項、 $i$  は企業、 $t$  は時点、 $\Delta$  は前期との差額であることを示す）

### 3.1.3. 実体的利益マネジメントに係る変数

実体的利益マネジメントの推定にあたっては、販売活動の調整、過剰生産、裁量的費用の調整に着目する Roychowdhury (2006) の手法を適用する。Roychowdhury は販売活動の調整、過剰生産が、一定の仮定の下、営業活動によるキャッシュ・フロー (CFO) ならびに製造コスト (production costs: PD、売上原価+期末棚卸資産残高-期首棚卸資産残高として算定) に反映されることを示している。また、販売費及び一般管理費のうちその計上に経営者の裁量が及ぶ余地が大きいと予想される項目を裁量的費用 (DE) として定義している<sup>10</sup>。そこで、式 2 から 4 を用いて AAC と同様の方法で各々の異常部分 (ACFO、APD、ADE) を算定し、実体的利益マネジメントに関する代理変数とする。ここで、ACFO と ADE については-1 を乗じることで、利益増加（減少）的に調整がなされたと推定される場合に正（負）値となるようにする。

$$CFO_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (S_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_3 (\Delta S_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$PD_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (S_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_3 (\Delta S_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_4 (\Delta S_{i,t-1} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DE_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (S_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

（CFO: 営業活動によるキャッシュ・フロー、PD: 製造コスト [売上原価+期末棚卸資産-期首棚卸資産]、DE: 裁量的費用）

### 3.1.4. 検証式とコントロール変数

仮説を検証するために、式 5 について最小自乗法で係数を推計して、その符号と有意性を観察する。

$$|EM_{i,t}| = \beta_0 + \beta_1 HLD_{i,t} + control\ variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

被説明変数  $|EM|$  は利益マネジメントを示す変数 (AAC、ACFO、APD、ADE) の絶対値である。本稿では、利益マネジメントの水準（規模）に注目することから、各指標の絶対値を適用している<sup>11</sup>。説明変数の HLD は純粋持株会社を示すダミー変数である。コントロール変数として、先行研究 (Kothari et al., 2005; Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2019) にもとづき、業績、企業規模、成長性をコントロールする ROA (当期純利益÷期首総資産)、Size (総資産の自然対数値)、MTB (時

<sup>10</sup> Roychowdhury (2006) の算定方法を日本企業の状況をふまえてアレンジした山口 (2011) に従い、裁量的費用を研究開発費と販売費及び一般管理費で計上される広告宣伝費、拡販費・その他販売費、人件費・福利厚生費（科目名は NEEDS-CD ROM 企業財務データによる）の合計として定義する。

<sup>11</sup> 異常会計発生高の絶対値を用いる研究としては Warfield et al. (1995) 以降数多くのものがある。また、実体的利益マネジメントの指標の絶対値を用いる研究は多くはないが、Ding et al. (2018) や Kim and Sohn (2013) がある。

価・簿価比率〔期末時価総額÷期末連結純資産総額〕を導入する（同一業種一年に属する企業の平均値を差し引いて算定する）。また、Hribar and Nichols (2007) は、異常会計発生高の絶対値を被説明変数とする場合、利益マネジメントが実施されていないとする帰無仮説を過剰に棄却する問題があること、そしてその問題を緩和するためには、営業活動によるキャッシュ・フローおよび売上収入の標準偏差を検証式に含めることが有効であることを示唆した。そこで、|AAC| を被説明変数とする検証式には各 FY の期首総資産で基準化した営業活動によるキャッシュ・フローおよび売上収入（売上高と売上債権の前期からの変化額をあわせた金額として定義）の当期を含む過去 4 年（ $t-4$  期から  $t$  期まで）の標準偏差 ( $Cash\_V$ 、 $REV\_V$ ) をコントロール変数として追加する。さらに日経業種分類・中分類に基づく業種ダミー変数 ( $INDU$ )、年ダミー変数 ( $Year$ ) を含める。分析に際し、異常値の影響を緩和するために、各連続変数の 99 パーセンタイル以上または 1 パーセンタイル以下の値を異常値とみなし、各々を 99 パーセンタイル、1 パーセンタイルの値に置換する処理 (Winsorizing) を実施する。

### 3.2 サンプルセレクションとデータ

分析対象を日本の証券取引所に上場している連結財務諸表を公表している企業<sup>12</sup>、分析期間を純粋持株会社に係る有価証券報告書からの情報収集の制約から 2013 年 9 月から 2019 年 12 月までとする。ただし、下記の FY をサンプルから除外する。

- (1) 日経業種分類（中分類）で銀行・証券・保険・その他金融に属する
- (2) 過去 5 年間で変則決算を実施している
- (3) 過去 5 年間で日本基準以外の会計基準を適用している
- (4) 分析に必要なデータが入手できない
- (5) 債務超過となる

以上の結果 13,481 の FY でサンプルが構成されることとなった。また、財務、企業属性に関するデータは『NEEDS-CD ROM 企業財務データ』、株価データは『NEEDS 株価・指標データ』（ともに日本経済新聞社）から収集した。

## 4. 検証結果

### 4.1. 記述統計量

表 1 では記述統計量、表 2 では相関行列を示す。 $HLD$  の平均値は 0.091 であり、全体の 10% 程度の会社が純粋持株会社として特定化された。また、 $HLD$  と  $Size$  の間の相関係数は若干高く (0.156)、純粋持株会社の規模が大きい傾向にあるといえる。説明変数として適用する変数間で高い相関が観察されるものはなく、回帰分析の実施にあたり多重共線性の問題はないと考えられる。

(表 1 と表 2 を挿入)

### 4.2. 検証結果

表 3 では回帰分析の結果を示す。パネル A ではサンプル全体の分析結果を示した。 $t$  値は Petersen (2009) に依拠して、企業および年に基づきクラスター補正した標準誤差によって算定している。|AAC| を被説明変数とする分析で、 $HLD$  の係数は正で有意となっており（有意水準 5%）、純粋持

<sup>12</sup> 連結財務諸表を公表した企業とすることで、以下の分析は純粋持株会社と事業持株会社の比較検討となる。

株会社においては、非純粋持株会社よりも会計的利益マネジメントの水準が高いことが示された。一方、実体的利益マネジメントに係る分析においては、 $|APD|$  を被説明変数とした場合のみ、 $HLD$  の係数が 10%水準で有意となったものの、その他は有意とならなかった。Roychowdhury (2006) は販売活動の調整ないし過剰生産の影響は、営業活動によるキャッシュ・フロー ( $CFO$ ) ならびに製造コスト ( $PD$ ) の両者に及ぶと主張しており、その主張に依拠すれば、ここでの結果の解釈は困難である。ただし、Athanasakou et al. (2011) は、 $CFO$  が売上操作、 $PD$  が過剰生産を捉えると主張しており、この主張に基づけば純粋持株会社において、より大規模な過剰生産を通じた利益マネジメントが実施されていると解することができる。

この分析では各指標の符号（利益増加的か、減少的か）を区別しなかったが、純粋持株会社を適用していることの影響が両者の間で異なることも予想されることから、被説明変数について符号別の分析を実施した。利益増加的な調整を実施していると推定される FY に限定した分析では、 $|AAC|$ 、 $|ACFO|$ 、 $|APD|$  を被説明変数とした場合に、 $HLD$  の係数が有意となった（表 3 パネル B、有意水準は各々 10%、10%、5%）。そして、利益減少的な調整に限定した分析では  $|APD|$  を被説明変数とした場合のみ  $HLD$  の係数が有意となった（表 3 パネル C、有意水準 10%）。これらの結果から、純粋持株会社は非純粋持株会社と比べて、利益増加的な会計的利益マネジメントおよび販売活動の調整、過剰生産を通じた実体的利益マネジメントがより高水準で実施される一方、利益減少的な利益マネジメントについては仮説を支持する結果が得られたとは言い難い。また裁量的費用に係る分析ではいずれの分析でも  $HLD$  の係数が有意とはならなかった。

純粋持株会社はグループ全体の経理機能を有しているケースが多いことから、会計的利益マネジメントが親会社の意向で実施されている可能性が高いと予想したが、こうした構造が会計的利益マネジメント、特に利益増加的な会計的利益マネジメントをより促進していると解釈することができる。一方、純粋持株会社における実体的利益マネジメントは、親会社、子会社いずれの意向にもよることが想定されるが、親会社の意向の影響が強いとすれば、親会社経営者が子会社の販売活動や生産活動に介入することで利益が調整されたと解され、子会社の意向の影響が強いとすれば、親会社による評価とそれに伴う子会社間の競争が背景にあると解される。以上の結果は、グループ・ガバナンスが利益マネジメントの水準に影響すると予想した本稿の仮説と矛盾しないものである。

(表 3 パネル A~C を挿入)

#### 4.3. 追加検証

本稿では、特定株式会社等の記述に基づいて純粋持株会社を特定したが、同趣旨の異なる記述が実施された場合には、純粋持株会社として特定すべき FY を除外してしまう懸念がある。そこで、金融商品取引法の施行令で定められた親会社単体の売上高に対する関係会社の売上高の比率が 80%以上となるか否かの基準に依拠して特定化する方法も試みた。ただし、『NEEDS-CD ROM 企業財務データ』では製品・商品売上高を除いていない関係会社に対する売上高のデータについてのみ入手可能であることから、施行令上の特定化が厳密に実施できない点に留意が必要である。しかしながら、この方法で特定した純粋持株会社の変数 ( $HLD2$ ) は  $HLD$  と高い相関を有しており（相関係数 0.82）、さらに  $HLD2$  を用いた分析の結果は、 $HLD$  を用いた場合と係数の符号および

有意性について変わらなかった（表は未掲載）。

純粋持株会社形態を採用している企業間でも、その内部構造には相違があり（浅田・塘・頼, 2008; 浅田・頼・塘, 2009; 松田, 2019）、子会社管理の困難性やコストに影響する可能性がある。子会社管理の困難性ないし子会社管理のコストが高いことは、それ自体は子会社による利益マネジメントの促進要因になると考えられる。その上で、こうした関係が純粋持株会社における利益マネジメントに及ぼす影響を考察する。会計的利益マネジメントについて、純粋持株会社が子会社の経理を統括しているのであれば、子会社管理の困難性やコストの問題は非純粋持株会社と比べて小さいと予想される。一方で、純粋持株会社を親会社とする企業集団における実体的利益マネジメントが子会社を通じて実施されると仮定すると、子会社管理の困難性が非純粋持株会社よりも純粋持株会社においてより強く影響すると予想される。

ここで公表されている情報に基づく企業集団内の子会社管理の定量化は困難であることから、不十分ではあるが、連結子会社数の自然対数値 ( $Num\_sub$ ) を代理変数とし、連結子会社数が多いほど、企業集団内の子会社管理の困難性が増すと仮定する。上記の予想を検証するために、式 5 に  $Num\_sub$  ならびに  $Num\_sub$  と  $HLD$  の交差項を含めた式 6 を設定する。

$$|EM_{i,t}| = \beta_0 + \beta_1 HLD_{i,t} + \beta_2 Num\_sub_{i,t} + \beta_3 HLD_{i,t} \times Num\_sub_{i,t} + control\ variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

検証結果について表 4 で示した。|AAC| および |APD| を被説明変数とした場合について、 $HLD$  の係数が有意に正となり（有意水準 5%）<sup>13</sup>、 $Num\_sub$  単独の係数について、|APD| および |ADE| を被説明変数とした場合に正で有意となった（各々有意水準 1%、5%）。 $Num\_sub$  と  $HLD$  の交差項の係数は |AAC| を被説明変数とした場合には有意に負（有意水準 5%）、|ACFO| および |APD| を被説明変数とした場合には有意に正となった（各々有意水準 5%、10%）。以上の結果は、会計的利益マネジメントについて、親会社が純粋持株会社の場合には促進されるものの、子会社管理の困難性が高い状況では抑制につながっていることを示しており、純粋持株会社においては経理機能を有していることで、子会社管理の困難性による利益マネジメントの拡大が抑制されていると解釈することができる。また、実体的利益マネジメントに係る結果は、一部の指標のみではあるが、純粋持株会社において子会社管理の困難性が高まる状況下で、子会社による実体的利益マネジメントが拡大していると解される<sup>14</sup>。

（表 4 を挿入）

## 5. 結論と今後の課題

本稿ではグループ・ガバナンスが利益マネジメントに及ぼす影響に関する予備的な考察として純粋持株会社に注目し、そこでの利益マネジメントの実態の解明を試みた。純粋持株会社は、株式所有を通じて他の会社の事業活動を支配することを目的とした企業の形態であり、企業グループ全体の経理を含めた管理機能を有することが多い一方で、事業活動についてはほとんど行わない。本稿では、こうした構造が経営者による会計的、実体的利益マネジメントの水準に影響を及ぼすと予想した。

<sup>13</sup> この結果は、表 3 パネル A から変わらない。

<sup>14</sup> 子会社数の増加にともなって、子会社間の競争が激しくなると予想されるが、純粋持株会社体制ではそうした競争がより顕著になることで、子会社の実体的利益マネジメントが促進されているとも考えられる。



検証の結果、明らかとなったのは以下の点である。まず、純粋持株会社では非純粋持株会社（事業持株会社）と比べて、会計的利益マネジメント、とりわけ利益増加的な会計的利益マネジメントが促進されていることが見出された。純粋持株会社がグループ全体の経理機能を統括しているケースが多いことをふまえると、そのことによって、会計的利益マネジメントの水準が高まっていると解することができる。実体的利益マネジメントについては、純粋持株会社では非純粋持株会社よりも高水準で実施される傾向にあることが示唆された。この知見に対しては、純粋持株会社では子会社管理がより強力に実施され、それに伴い子会社間の競争が激しくなるような状況が影響しているとの解釈を与えることができる。

本稿の分析は予備的なものであり、多くの課題が残されている。第一は純粋持株会社の特定化の問題である。本稿で適用した金融商品取引法の施行令に基づく方法は、比較的客観的かつ手続きも容易であるが、分析期間が限られる問題や子会社株式の保有状況について考慮していない問題を内在している。第二は純粋持株会社の成立プロセスや形態を考慮する必要性である。下谷(2020)は純粋持株会社を設立経緯の観点から組織再編型（親会社が本体内部にあった事業単位を分社化し、自らは持株会社へと転換するタイプ）と経営統合型（企業間の経営統合を目的に共同で持株会社を設立して、自らはその傘下に入るタイプ）に分類しているが、こうした分類について考慮することは興味深い。最後に、純粋持株会社以外のグループ・ガバナンスの枠組みとその相互作用を含めた議論の展開である。日本企業のグループ・ガバナンスにおいて特徴とされる上場子会社に係る問題や子会社経営者と親会社との関係は注目すべきテーマとなろう。これらの課題には稿を改めて取り組みたい。

## 参考文献

- 浅羽茂. 2020. なぜ企業は持株会社に移行するのか. 下谷政弘・川本真哉編. 日本の持株会社—解禁 20 年後の風景. 有斐閣: 44-75.
- 浅田孝幸, 塘誠, 頼誠. 2008. 純粋持株会社におけるマネジメント・コントロールの現状と課題. 会計 174 (3): 411-426.
- 浅田孝幸, 頼誠, 塘誠. 2009. 日本企業の純粋持株会社制の特徴と課題. 企業会計 61 (12): 1821-1828.
- Athanasakou, V., Strong, N. C., Walker, M. 2011. The market reward for achieving analyst earnings expectations: Does managing expectations or earnings matter? *Journal of Business Finance & Accounting* 38 (1-2): 58-94.
- Cohen, D. A., Pandit, S., Wasley, C. E., Zach, T. 2019. Measuring real activity management. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1792639>
- Ding, R., Li, J., Wu, L. 2018. Government affiliation, real earnings management, and firm performance: The case of privately held firms. *Journal of Business Research* 83: 138-150.
- Dyreg, S. D., Hanlon, M., Maydew, E. L., 2012. Where do firms manage earnings? *Review of Accounting Studies* 17 (3): 649-687.
- García-Meca, E., Sánchez-Ballesta, J. P. 2009. Corporate governance and earnings management: A meta-analysis. *Corporate Governance: An International Review* 17(5): 594-610.
- Hribar, P., Nichols, C. 2007. The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management.

- Journal of Accounting Research* 45 (5): 1017-1053.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- 河野俊明. 2013. 純粋持株会社に問われるマネジメントの視点. 知的資産創造 21(10): 18-29.
- Kim, J. B., Sohn, B. C. 2013. Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy* 32(6): 518-543.
- 木村史彦. 2017. 連結子会社の利益の調整を通じた連結上の利益に対する利益マネジメント. 現代デイスクロージャー研究 16: 25-46.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.
- 松田千恵子. 2019. 純粋持株会社化の影響に関する初期的検討. 危険と管理 50: 153-168.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1): 435-480.
- Ronen, J., Yaari, V. 2008. *Earnings management: Emerging insights in theory, practice, and research*. Springer.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.
- 下谷政弘. 2020. 一般集中規制と持株会社. 下谷政弘・川本真哉編. 日本の持株会社—解禁 20 年後の風景. 有斐閣: 25-43.
- 首藤昭信. 2010. 日本企業の利益調整—理論と実証. 中央経済社.
- Sun, J., Liu, G. 2016. Does analyst coverage constrain real earnings management? *Quarterly Review of Economics and Finance* 59: 131-140.
- 塘誠. 2008. 日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題. 成城大学経済研究 180: 23-46.
- 浦野倫平. 2014. 日本企業の純粋持株会社化推進に関する一考察. 経営学論集 24 (4): 1-14.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., Wild, K. L. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20 (1): 61-91.
- 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.
- 吉村浩志. 2021. 持株会社化の意味を考える—ソニーとパナソニックの事例から考える. 大和総研コンサルティングレポート ([https://www.dir.co.jp/report/consulting/holding/20210317\\_022157.pdf](https://www.dir.co.jp/report/consulting/holding/20210317_022157.pdf), 2021 年 3 月閲覧).

表 1 記述統計量 (N = 13,481)

	AAC	ACFO	APD	ADE	AAC	ACFO	APD	ADE	ROA	Size	MTB	Cash_V	REV_V	HLD
平均値	-0.001	-0.001	0.000	0.002	0.033	0.048	0.122	0.061	0.003	0.372	0.068	0.151	0.048	0.091
標準偏差	0.050	0.073	0.184	0.095	0.038	0.054	0.137	0.072	0.068	1.462	1.205	0.183	0.051	0.287
最小値	-0.211	-0.271	-0.769	-0.443	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.384	-3.899	-2.994	0.002	0.002	0
第 1 四分位	-0.020	-0.035	-0.055	-0.022	0.009	0.014	0.031	0.015	-0.017	-0.629	-0.478	0.054	0.019	0
中央値	0.001	-0.001	0.018	0.012	0.020	0.032	0.076	0.036	0.002	0.268	-0.074	0.093	0.032	0
第 3 四分位	0.020	0.029	0.090	0.045	0.041	0.061	0.158	0.078	0.028	1.293	0.467	0.167	0.055	0
最大値	0.209	0.330	0.525	0.255	0.211	0.330	0.769	0.443	0.231	4.796	3.116	1.127	0.310	1

変数の定義は第 3 節を参照。

表 2 相関行列 (N = 13,481)

	AAC	ACFO	APD	ADE	AAC	ACFO	APD	ADE	ROA	Size	MTB	Cash_V	REV_V	HLD
ACFO	<b>0.629</b>													
APD	<b>0.144</b>	<b>0.309</b>												
ADE	<b>0.045</b>	0.019	<b>0.778</b>											
AAC	<b>-0.061</b>	<b>0.064</b>	0.005	0.004										
ACFO	0.013	<b>0.110</b>	<b>-0.066</b>	<b>-0.065</b>	<b>0.613</b>									
APD	<b>-0.048</b>	-0.007	<b>-0.263</b>	<b>-0.260</b>	<b>0.201</b>	<b>0.283</b>								
ADE	<b>-0.052</b>	0.011	<b>-0.253</b>	<b>-0.377</b>	<b>0.126</b>	<b>0.213</b>	<b>0.710</b>							
ROA	<b>-0.044</b>	<b>-0.463</b>	<b>-0.179</b>	<b>0.064</b>	-0.004	<b>0.064</b>	<b>0.064</b>	<b>0.068</b>						
Size	-0.016	<b>-0.109</b>	<b>0.080</b>	<b>0.072</b>	<b>-0.154</b>	<b>-0.190</b>	<b>-0.059</b>	<b>-0.085</b>	<b>0.105</b>					
MTB	<b>-0.074</b>	<b>-0.123</b>	<b>-0.258</b>	<b>-0.157</b>	<b>0.152</b>	<b>0.266</b>	<b>0.165</b>	<b>0.174</b>	<b>0.219</b>	<b>-0.134</b>				
Cash_V	<b>-0.031</b>	<b>0.095</b>	0.015	<b>0.054</b>	<b>0.331</b>	<b>0.370</b>	<b>0.284</b>	<b>0.257</b>	<i>0.020</i>	<b>-0.224</b>	<b>0.258</b>			
REV_V	-0.015	<b>0.115</b>	-0.019	0.000	<b>0.519</b>	<b>0.550</b>	<b>0.230</b>	<b>0.189</b>	-0.011	<b>-0.302</b>	<b>0.240</b>	<b>0.613</b>		
HLD	-0.006	0.011	0.014	0.020	0.003	-0.003	<b>0.058</b>	<i>0.026</i>	0.003	<b>0.156</b>	-0.008	<b>0.026</b>	<b>-0.034</b>	

変数の定義は第 3 節を参照。Bold は  $p < 0.01$ 、Italic は  $p < 0.05$  を示す。

表3 検証結果

## パネルA フル・サンプル

Variables	Predicted Sign	Independent variables			
		AAC	ACFO	APD	ADE
Constant	?	0.015*** (11.03)	0.038*** (20.31)	0.153*** (23.34)	0.108*** (27.90)
HLD	+/-	0.002** (1.982)	0.000 (0.010)	0.008* (1.921)	0.001 (0.304)
ROA	+	0.002 (0.270)	0.017 (0.911)	0.090*** (-3.330)	0.017 (-1.035)
Size	+	-0.002*** (-7.077)	-0.008*** (-19.94)	-0.008*** (-9.954)	-0.004*** (-10.15)
MTB	+	0.001** (2.351)	0.012*** (18.45)	0.012*** (11.08)	0.006** (10.76)
Cash_V	?	-0.002 (-0.401)			
REV_V	?	0.308*** (17.78)			
Industry Dummies		Included	Included	Included	Included
Year Dummies		Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>		0.304	0.241	0.251	0.256
No. of obs.			13,481		

\*\*\*は  $p < 0.01$ 、\*\*は  $p < 0.05$ 、\*は  $p < 0.1$  を示す。かっこ内は企業と年に基づきクラスタ補正した標準誤差を用いて算定した  $t$  値である。

## パネルB 利益マネジメント指標が非負のサンプルのみ

Variables	Predicted Sign	Independent variables			
		AAC  AAC $\geq$ 0	ACFO  ACFO $\geq$ 0	APD  APD $\geq$ 0	ADE  ADE $\geq$ 0
Constant	?	0.015*** (8.108)	0.033*** (13.25)	0.135*** (26.66)	0.089*** (21.88)
HLD	+/-	0.003* (1.741)	0.004* (1.657)	0.007** (2.319)	-0.002 (-1.167)
ROA	+	-0.001 (-0.0602)	-0.250*** (-9.013)	-0.119*** (-2.854)	0.131*** (4.242)
Size	+	-0.002*** (-5.691)	-0.009*** (-14.89)	-0.005*** (-4.210)	-0.003*** (-6.174)
MTB	+	0.000 (0.656)	0.010*** (10.44)	0.008*** (5.241)	0.005*** (6.676)
Cash_V	?	-0.006 (-0.963)			
REV_V	?	0.317*** (12.88)			
Industry Dummies		Included	Included	Included	Included
Year Dummies		Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>		0.300	0.261	0.275	0.338
No. of obs.		6,673	6,875	6,687	6,808

\*\*\*は  $p < 0.01$ 、\*\*は  $p < 0.05$ 、\*は  $p < 0.1$  を示す。かっこ内は企業と年に基づきクラスタ補正した標準誤差を用いて算定した  $t$  値である。

パネル C 利益マネジメント指標が負のサンプルのみ

Variables	Predicted Sign	Independent variables			
		AAC  AAC<0	ACFO  ACFO<0	APD  APD<0	ADE  ADE<0
Constant	?	0.015*** (7.498)	0.032*** (12.38)	0.168*** (14.61)	0.134*** (27.29)
HLD	+/-	0.001 (0.331)	-0.002 (-1.052)	0.017** (2.252)	0.001 (0.178)
ROA	+	0.023 (1.498)	0.371*** (16.69)	0.184*** (4.220)	-0.044 (-1.240)
Size	+	-0.002*** (-4.237)	-0.005*** (-11.06)	-0.010*** (-6.429)	-0.005*** (-2.974)
MTB	+	0.002*** (3.012)	0.008*** (11.82)	0.014*** (8.040)	0.014*** (7.420)
Cash_V	?	0.001 (0.189)			
REV_V	?	0.310*** (12.91)			
Industry Dummies		Included	Included	Included	Included
Year Dummies		Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>		0.308	0.340	0.271	0.254
No. of obs.		6,808	6,606	6,794	6,673

\*\*\*は  $p < 0.01$ 、\*\*は  $p < 0.05$  を示す。かつこ内は企業と年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いて算定した  $t$  値である。

表 4 検証結果 (追加検証)

Variables	Predicted Sign	Independent variables			
		AAC	ACFO	APD	ADE
Constant		0.023*** (12.80)	0.033*** (7.680)	0.134*** (24.45)	0.104*** (28.43)
HLD	+/-	0.006** (2.167)	-0.002 (-1.327)	0.009** (1.970)	0.001 (0.203)
Num_sub	+	0.000 (0.779)	0.000 (0.570)	0.003*** (2.602)	0.002** (2.006)
HLD×Num_sub	+/-	-0.002* (-1.714)	0.001* (1.841)	0.002** (2.093)	0.000 (0.996)
Control variables		Included	Included	Included	Included
Industry Dummies		Included	Included	Included	Included
Year Dummies		Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>		0.214	0.247	0.091	0.278
No. of obs.			12,125		

\*\*\*は  $p < 0.01$ 、\*\*は  $p < 0.05$ 、\*は  $p < 0.1$  を示す。かつこ内は企業と年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いて算定した  $t$  値である。