

# 東証市場再編と経営者の利益調整行動

岡田 立子

## 目 次

- |               |              |
|---------------|--------------|
| 1. はじめに       | 4. 分析結果      |
| 2. 市場再編見直しの背景 | 5. 追加的検証     |
| 3. リサーチデザイン   | 6. まとめと今後の課題 |

本稿の目的は、市場再編が利益調整行動に与える影響を明らかにすることである。検証の結果、プライム市場への上場インセンティブを持つ企業のみが利益調整していた。本稿の結果は、利益水準が類似している企業であっても、市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業はプライム市場への上場を目的に利益を増加させたこと、市場第一部の企業はプライム市場落ちの対象とならず利益調整のインセンティブを与えないことを示唆する。

## 1. はじめに

2020年2月に東京証券取引所（以下、東証）は、従来までの市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQの四つの市場区分を廃止し、プライム、スタンダード、グロースの三つの新しい市場に再編することを公表した。新市場には2022年4月に移行した。

東証による市場再編が公表された当時、特に注目を集めたのが、最上位市場の「プライム市場」にどの企業が上場するかであった。企業がプライム市場に上場するメリットは、高いブランド力、

高い市場流動性とそれに伴う資金調達のしやすさ、人材採用のしやすさなどが挙げられるが、とりわけ株価に大きな影響を与えると思われるのが、改編が予定されている新たなTOPIX（東証株価指数）の組み入れ対象に含まれる可能性が高い点である（注1）。これらの理由から、プライム市場への上場が可能な企業経営者は、上場への強いインセンティブを持つことは容易に想像できる。

東証は、新たな3市場にそれぞれ「新規上場基準」と「上場維持基準」の二つを設定した。新市場へ移行する際に、どちらの基準が適用されるか



岡田 立子（おかだ りつこ）

大阪大学大学院経済学研究科 博士後期課程。メルボルン大会計ファイナンス専攻、2017年Bachelor of Commerce。2022年一橋大学大学院経営管理研究科MBA。2018～22年有限責任監査法人トーマツでベンチャー企業支援および企業の海外展開支援業務に従事。受賞歴として、2015～17年Commerce Global Scholarship (The University of Melbourne)、2021年度一橋大学大学院優秀論文賞。

は、企業がこれまで属していた市場区分と、選択した新市場区分により決まる。市場第一部の企業がプライム市場を選択した場合、プライム市場の上場維持基準を満たす必要がある。一方で、市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業がプライム市場を選択した場合、プライム市場の新規上場基準を満たす必要がある。

図表1に記載の通り、プライム市場の新規上場基準と上場維持基準の項目はおおむね共通しているが、新規上場基準にのみ、経営成績に関する項目「最近2年間の利益合計25億円以上」の記載がある(注2)。ここでいう利益は、東証が定義す

る連結経常利益(損失)から非支配株主に帰属する当期純利益(損失)を加減して算出した額を指す(注3)。これは、新市場への移行時に、市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業がプライム市場への新規上場を目指す場合は、25億円の利益ベンチマークを満たす必要があることを指す。一方、市場第一部にある企業は、この利益水準以下でもプライム市場に残存できることを意味する(注4)。つまり、経営成績について、新規上場基準と上場維持基準の二重基準が設けられているのである。このため、「最近2年間の利益合計25億円」というプライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の

図表1 プライム市場の新規上場基準と上場維持基準

項目	新規上場基準	上場維持基準
<b>流動性</b>		
株主数	800人以上	800人以上
流通株式数	2万単位以上	2万単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上
売買代金	時価総額250億円以上	平均売買代金0.2億円以上
<b>ガバナンス</b>		
流通株式比率	35%以上	35%以上
<b>経営成績・財政状態</b>		
財政状態	純資産額50億円以上	純資産額が正であること
収益基盤	最近2年間の利益合計25億円以上または 売上高100億円かつ時価総額1,000億円以上	—

(図表注) 「純資産額」は、連結ベースの純資産額を指す。「純資産額が正であること」は、市場再編前の債務超過に係る上場廃止基準に代えて設けられているものである。「利益」は、連結経常利益金額又は連結経常損失金額に非支配株主に帰属する当期純利益又は非支配株主に帰属する当期純損失を加減したものを指す。「売上高」は、連結ベースの売上高を指す。

(出所) 東証の「新市場区分の概要等について」に基づき、筆者作成

(注1) TOPIXの構成銘柄の見直しは、2022年4月の市場再編とは切り離し、2022年10月～2025年1月にかけて段階的に移行する予定である。なお、詳しい方法等は、市場関係者の意見を踏まえ今後策定される。

(注2) 市場第一部に上場していた企業に課せられる「上場維持基準」と、市場第一部以外に上場していた企業に課せられる「新規上場基準」の内容には違いがあるため、詳細は、東証の「新市場区分の概要等について」を参照。また、東証は「安定的かつ優れた収益基盤」を確認することを目的に、経営成績に関する項目を新規上場基準に設けた。

(注3) IFRS任意適用会社について東証は、利益額を連結損益計算書等に基づいて算定される利益の額に相当する額(税引前利益の額)と定義している。

(注4) 収益基盤の基準として、最近2年間の利益合計25億円以上、あるいは売上高100億円かつ時価総額1,000億円以上のいずれかを満たす必要がある。

企業経営者は、その影響を受ける者とそうでない者に分けられる。市場第一部にある経営者は、利益ベンチマークを満たせなくとも直ちに自社の市場区分に影響を与えないため、中期的な視点で価値を高めることに専念できる。一方、市場第二部・マザーズ・JASDAQにある経営者は、短期的に利益ベンチマークを満たすことがプライム市場に区分される条件であるため、裁量行動を通じて利益を操作する「利益調整行動」(注5)の強いインセンティブを持つ。本稿では、この経営者インセンティブの差異に着眼した。2021年3月末時点では、利益が25億円以下の市場第一部の企業は700社程度存在する(注6)が、上場維持基準を満たせばプライム市場に残存できる。これらの企業と同程度の利益水準にあり、新規上場基準を満たさなければプライム市場に上場できない企業との比較において、市場区分見直しの経営者裁量行動とその影響を明らかにすることができる。

本稿の目的は、東証による市場再編を自然実験の場と捉え、市場区分見直しの基準設定が経営者に与える影響を利益調整行動から検証することである。得られた結果は以下の通りである。第一に、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業は、市場再編公表後に利益調整を行っている。第二に、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺にある企業であっても、市場第一部の企業は利益調整を行っていない。このような利益調整行動の違いは、新規上場基準と上場維持基準という二つの異なる上場基準を設けたために誘発されたものだと考え

られる。

これまでも、Burgstahler and Dichev [1997]等が、利益ゼロ(損失回避)、前年度利益、アナリスト予想といった特定の利益目標(利益ベンチマーク)が、経営者の裁量的利益調整行動に影響を与えることを報告している。本稿の貢献は、市場再編という外生的イベントが、類似の利益水準の企業でも異なる利益調整行動に従事していることを明らかにすることによって、利益調整行動の背景にある経営者の動機についての新しい証拠を提示したことである。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では市場再編見直しの背景を説明し、第3章ではリサーチデザインを説明する。第4章では分析結果を紹介し、第5章では追加的検証結果を紹介する。最後に結論と今後の課題を述べる。

---

## 2. 市場再編見直しの背景

---

なぜ東証は、市場を再編する必要があったのか。それは、従来の市場区分における二つの課題が浮き彫りになったためである。一つは、各市場のコンセプトが曖昧で、投資者の利便性が低い点であり(注7)、これは市場第一部の肥大化の一因であると考えられていた。これまでの市場第一部には、上場企業全体の約6割が上場しており、時価総額が1,000億円未満の企業も3分の2を占めた(注8)。また、市場第一部の約半数はPBRが1倍割れし、ROEが8%を下回る企業も3分の1を占めていた(注9)。このような日本を代表する企業とは言

---

(注5) 利益調整行動とは、実績利益数値を経営者の裁量により増減させる行動を指す。

(注6) 2021年3月末時点で連結ベース(なければ単独ベース)の当期純利益が25億円以下の市場第一部の企業を、Quick Astra Managerに基づき筆者にて企業数を計算した。

(注7) 東証が2019年に公表した「現在の市場構造を巡る課題(論点整理)」を参照。

(注8) 2021年4月8日時点で東証に上場する企業数を基に計算した。

い難い企業が混在していたこれまでの最上位市場の状況は、海外からの投資マネーを呼びにくくしているとの指摘もあった（注10）。

二つ目は、従来の上場基準の仕組みにより、上場会社の持続的な企業価値向上の動機づけが十分に機能していなかった点である。従来市場では、市場第二部またはマザーズに上場した後に市場第一部に市場変更する方が、市場第一部に直接上場するよりも比較的緩い基準で上場できた（注11）。そのため、上場企業の持続的な企業価値向上を促せていなかった。

東証はこれらの課題を解決することで、国内外の多様な投資家にとって利便性の高い市場、また持続的成長が見込める市場に再編することを目的に、これまでの市場区分を見直したと考えられる。

### 3. リサーチデザイン

#### (1) 仮説の設定

本稿では東証による市場区分見直しのメカニズムに着目し、以下二つの仮説を設定する。

**仮説1**：プライム市場の新規上場基準に記載の利益ベンチマーク「最近2年間の利益合計25億円」の閾値近辺の市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業は、利益増加型の利益調整を行う傾向にある

**仮説2**：プライム市場の新規上場基準に記載の利益ベンチマーク「最近2年間の利益合計

25億円」の閾値近辺の市場第一部の企業は、利益増加型の利益調整を行う傾向にはない

#### (2) 利益調整の測定方法

本稿では、多くの先行研究と同様に、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を用いる。裁量的会計発生高は、会計発生高（注12） $TA_{i,t}$ から非裁量的会計発生高を控除し算出する。非裁量的会計発生高の推定には(1)式のROA調整済み修正ジョーンズ・モデル（Kothari *et al.* [2005]）を利用する。本モデルの推定は、不均一分散の問題を緩和するために、各変数を  $t-1$  期末の総資産で標準化している。また、(1)式は産業-年ごとのクロスセクションによるOLS（最小二乗法）で推定する（注13）。なお、ROA調整済み修正ジョーンズ・モデルを用いて算出した裁量的会計発生高は  $DA_{i,t}$  とする。

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}) + \alpha_3 PPE_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$A_{i,t-1}$  は  $t-1$  期末の総資産、 $\Delta Rev_{i,t}$  は  $t$  期の売上高の変化額、 $\Delta Rec_{i,t}$  は  $t$  期の売掛金の変化額、 $PPE_{i,t}$  は  $t$  期末の償却性固定資産額、 $ROA_{i,t}$  は  $t$  期の総資産利益率で、 $t$  期の当期純利益を  $t-1$  期末の総資産で割ったものを表す。裁量的会計発生高  $DA_{i,t}$  がプラスである場合は利益増加型の利益調整を、マイナスである場合は利益減少型の利益調整

（注9） PBR、ROEは、ともにQuick Astra Managerより2021年3月末時点を基に計算した。

（注10） 詳細は、東証が2019年に公表した「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見概要」を参照。

（注11） 市場第一部へ直接上場する場合は時価総額250億円以上の条件を満たす必要があったが、市場第二部またはマザーズから市場第一部に移行する場合は時価総額が40億円以上と、比較的緩い基準で市場変更することが可能であった。

（注12） 会計発生高は、当期純利益と営業活動によるキャッシュフローとの差額を指す。

（注13） 業種は、東証33業種を用いて回帰を行っている。

を経営者が実施していると解釈される。

### (3) 分析方法

本稿では、Chattopadhyay *et al.* [2020] を参考に、第3章第1節で提示した二つの仮説を差分の差分 (Difference-in-Difference : DID) 分析を用いて検証する。DID分析とは、処置群の被説明変数の前後差からコントロール群の被説明変数の前後差を引くことで、処置の効果を推定する手法である。本稿では、被説明変数を利益調整の代理変数とした(2)式を用い、処置群をプライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の企業、コントロール群をプライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺から離れた企業とする。**仮説1**を検証する場合は、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第二部・マザーズ・JASDAQの(利益調整のインセンティブがある)企業を処置群とし、**仮説2**を検証する場合は、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第一部の(利益調整のインセンティブがない)企業を処置群とする。なお、両仮説において、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺から離れた企業をコントロー

ル群とする。

$$EM_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Treat}_{i,t} \times \text{Post}_t + \beta_2 \text{Treat}_{i,t} + \beta_3 \text{Post}_t + X_{i,t} + f_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$EM_{i,t}$ は利益調整を表す代理変数で、裁量的会計発生高 $DA_{i,t}$ を指す。 $\text{Treat}_{i,t}$ は処置群とコントロール群を表す指標であり、 $t-1$ 年の利益と $t$ 年の利益調整前利益の合計が15億～25億円の企業の場合は1を、 $t-1$ 年の利益と $t$ 年の利益調整前利益の合計が35億～60億円の企業の場合は0を取る(注14)。 $\text{Post}_t$ は市場再編ガイドライン公表後、経営者が実際に利益調整を行うことが可能な2021年の場合は1を、2019～20年の場合は0を取る変数である(注15)。 $X_{i,t}$ はコントロール変数を指す。コントロール変数には、企業特性に関する変数を使用する(注16)。 $f_t$ は年次効果を指す。

上記(2)式のうち、本稿が関心を寄せるのは  $\text{Treat} \times \text{Post}$  である。 $\text{Treat} \times \text{Post}$ の係数が統計的に有意な正の値を取る場合、処置群はコントロール群と比較して利益調整を行う傾向にあることを意味する。

(注14) **仮説1**を検証する場合は、利益調整のインセンティブがあるプライム市場の利益ベンチマーク閾値近辺の企業として、 $t-1$ 年の利益と $t$ 年の利益調整前利益の合計が15億～25億円の市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業を処置群とし、**仮説2**を検証する場合は、利益調整のインセンティブがないプライム市場の利益ベンチマーク閾値近辺の企業として、 $t-1$ 年の利益と $t$ 年の利益調整前利益の合計が15億～25億円の市場第一部の企業を処置群とする。なお、コントロール群は両仮説において、 $t-1$ 年の利益と $t$ 年の利益調整前利益の合計が35億～60億円の企業とする。

(注15) 東証が2020年2月に「新市場区分の概要等について」を公表したため、企業経営者は2020年3月期に実質的に利益調整を行うことは可能であるが、本稿では、経営者が裁量行動を実行に移すのは十分な期間をとれる2021年3月期であるという仮定の下、pre-periodを2019～20年とし、post-periodを2021年と定義し分析を行っている。なお、市場再編公表前の2019年3月期と市場再編公表直後の2020年3月期の裁量的会計発生高が異なるエビデンスは得られなかったものの、市場再編公表直後の2020年3月期と市場再編公表後の2021年3月期の裁量的会計発生高が異なるエビデンスは得られた。

(注16) コントロール変数は、時価総額の自然対数 ( $\log(\text{MKT\_CAP})$ )、レバレッジ ( $\text{LEVERAGE}$ )、成長性 ( $\text{MB}$ )、赤字ダミー ( $\text{LOSS}$ )、4大監査法人ダミー ( $\text{BIG4}$ )、取締役会の規模 ( $\text{BOARD\_SIZE}$ )、独立社外取締役比率 ( $\text{INDEPENDENT}$ ) を使用しており、いずれも $t$ 期末のデータを用いている。このほかに、産業固定効果 ( $\text{Industry FE}$ ) もコントロールしている。

#### (4) サンプル

本稿は、2019年から2021年までを対象期間とし、対象となるサンプルは次の条件を満たす企業である。(1)東京証券取引所に上場している企業、(2)決算月数が12カ月である企業、(3)決算期が3月である企業、(4)銀行・証券・保険・その他金融業に該当しない企業、(5)分析に必要なデータが使用するデータベースから入手可能な企業、である。本稿で取り扱う利益の定義は、東証が定める利益の定義に準じ、利益調整前利益とは利益から利益調整を表す代理変数を差し引いたものと定義する。

結果を示す。なお、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業が処置群である。

コントロール変数や業種効果を含めたDID分析において、DID推定値は5%水準で統計的に有意なプラスであった。この結果は、処置群はコントロール群と比較して、市場再編公表後に裁量的会計発生高を用いた利益増加型の利益調整を行う傾向にあることを示し、**仮説1**を支持している。また、*Post*の係数は統計的に有意ではなかった。これは事前期間の2019～20年と事後期間の2021年の裁量的会計発生高が類似していることを示す。

以上の結果から、東証による市場再編は処置群（プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業）の利益調整行動を誘発したイベントであると捉えられ

## 4. 分析結果

### (1) 仮説1の検証結果

図表2の1列目に、(2)式を用いた**仮説1**の検証

図表2 仮説1・仮説2・平行トレンド仮定の検証結果

	仮説1	仮説2	平行トレンド仮定	
	DA	DA	DA	DA
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.018** (0.009)	0.004 (0.008)	0.016* (0.009)	0.020** (0.010)
<i>Treat</i>	0.003 (0.005)	0.010* (0.005)	0.005 (0.006)	0.001 (0.007)
<i>Post</i>	-0.004 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)
<i>Treat</i> × (Year = 2019)			-0.004 (0.007)	
<i>Treat</i> × (Year = 2020)				0.004 (0.007)
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	739	742	739	739
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.098	0.094	0.099	0.099

(図表注) *DA*は(1)式より求められたROA調整済み修正ジョーンズ・モデルを用いて計算された裁量的会計発生高を指す。*Firm controls*は企業特性を表す変数で、時価総額の自然対数( $\log(MKT\_CAP)$ )、レバレッジ (*LEVERAGE*)、成長性 (*MB*)、赤字ダミー (*LOSS*)、4大監査法人ダミー (*BIG4*)、取締役会の規模 (*BOARD\\_SIZE*)、独立社外取締役比率 (*INDEPENDENT*)を指す。*Industry FE*は産業固定効果を指す。また、\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。括弧内は標準誤差を指す。

(出所) 筆者作成

る。また、市場再編が利益調整行動を誘発したことは、プライム市場に上場することを目的に、市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業が一時的に利益を増加させたことを示唆するといえよう。

## (2) 仮説2の検証結果

図表2の2列目に、(2)式を用いた仮説2の検証結果を示す。なお、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第一部企業が処置群である。2列目のDID推定値は統計的に有意でなかった。これは処置群がコントロール群と比較して、市場再編公表後に利益増加型の利益調整を行う傾向にあるとはいえないことを表している。すなわち、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の企業であっても、利益調整のインセンティブがない市場第一部企業は、利益調整を行わない傾向にあることを示唆し、仮説2を支持する結果となった。

## (3) 平行トレンド仮定の検証

本稿の実証分析は、DID分析を用いて東証の市場再編が経営者行動に与える影響を識別しているため、平行トレンド (parallel trend) 仮定を満たす必要がある。そこで本稿では、Chattopadhyay *et al.* [2020] に倣い、市場再編公表前に、処置群とコントロール群との間で裁量的会計発生高の傾向が異なるというエビデンスの有無を評価し、平行トレンド仮定が満たされているかを検証する。図表2の3～4列目の事前期間を表す交差項  $Treat \times (Year=2019)$  と  $Treat \times (Year=2020)$  の係数は、いずれも統計的に有意でなかった(注17)。また、DID推定値はいずれの場合も統計的に有意なプラ

スのままであった。すなわち市場再編公表前の裁量的会計発生高の傾向が異なることを示すエビデンスはなく、平行トレンド仮定を満たしているといえる。

## 5. 追加的検証

### (1) ロバストネス・チェック

本章では、分析結果の頑健性を確保するために、処置群とコントロール群の定義を変更した場合の分析を行う。具体的には、利益調整のインセンティブがある企業群(処置群)と、その比較対象である利益調整のインセンティブがない企業群(コントロール群)の定義を、それぞれ二つの合理的な範囲内に設定し、(2)式を推定する。加えて、裁量的会計発生高の推定は(1)式のROA調整済み修正ジョーンズ・モデルのほかに、CFO修正ジョーンズ・モデル(Kasznik [1999])を用いて推定した結果もあわせて記している。検証の結果、いずれの定義を採用した場合でも、図表2の仮説1の分析結果と同様、DID推定値は統計的に有意なプラスであった(図表3の1～6列目を参照)。したがって、利益調整のインセンティブがある、プライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の企業は、利益調整のインセンティブがない閾値近辺から離れた企業と比較して、利益増加型の利益調整を行う傾向にあるという本稿の分析結果は頑健であるといえる。

### (2) Backing out methodの問題への対応

本稿のリサーチデザインでは、被説明変数に裁量的会計発生高を、利益調整のインセンティブが

(注17) 仮説1の検証時と同様、処置群はプライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺の市場第二部・マザーズ・JASDAQの企業、コントロール群はプライム市場の利益ベンチマークの閾値近辺から離れた企業を用いている。

図表3 追加的検証結果

	Treat: 15 ~ 25		Treat: 10 ~ 25		Treat: 20 ~ 25		Backing out	実体的利益調整行動		
	Control: 35 ~ 50		Control: 35 ~ 50		Control: 35 ~ 40			DA	abCFO	abDE
	DA	CF_DA	DA	CF_DA	DA	CF_DA	DA			
Treat × Post	0.020** (0.009)	0.018*** (0.007)	0.013* (0.008)	0.012** (0.005)	0.028* (0.015)	0.040*** (0.013)	0.008* (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.014 (0.012)	0.013 (0.021)
Treat	0.001 (0.006)	0.002 (0.004)	0.002 (0.005)	0.006 (0.004)	0.000 (0.010)	-0.002 (0.008)	-0.008* (0.003)	0.003 (0.003)	-0.001 (0.008)	0.013 (0.014)
Post	-0.006 (0.005)	-0.008** (0.004)	-0.005 (0.005)	-0.007** (0.004)	-0.017* (0.009)	-0.023*** (0.007)	0.010*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	0.003 (0.006)	-0.009 (0.011)
CFO							-0.768*** (0.025)			
DA								1.001*** (0.023)	0.070 (0.062)	0.633*** (0.119)
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ROA	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	No	No	No
Observations	571	570	715	714	234	234	739	678	679	679
R <sup>2</sup>	0.089	0.207	0.077	0.190	0.139	0.189	0.750	0.808	0.082	0.223

(図表注) DAは(1)式より求められたROA調整済み修正ジョーンズ・モデルを用いて計算された裁量的会計発生高、CF\_DAはKasznik [1999] が提唱したCFO修正ジョーンズ・モデルを用いて計算された裁量的会計発生高を指す。Firm controlsは企業特性を表す変数で、時価総額の自然対数 (log(MKT\_CAP))、レバレッジ (LEVERAGE)、成長性 (MB)、赤字ダミー (LOSS)、4大監査法人ダミー (BIG4)、取締役会の規模 (BOARD\_SIZE)、独立社外取締役比率 (INDEPENDENT) を指す。Industry FEは産業固定効果を指す。営業活動によるキャッシュフロー (CFO) はbacking out methodの問題に対応するために含めている。\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。括弧内は標準誤差を指す。

(出所) 筆者作成

ある／ない企業群を定義する際に、利益から裁量的会計発生高を除いた利益調整前利益を用いている。これは、“backing out method” と呼ばれる問題をはらんでいる可能性がある (Lim and Lustgarten [2002] や石川 [2019])。この問題は、裁量的会計発生高の推定に誤差が含まれていれば、利益調整前利益の推定にも同じ大きさの誤差が含まれ、本稿でのDID推定値の解釈が困難になるというものである。本稿では、Peasnell *et al.* [2005] に倣い、真の裁量前利益を測定する

独立した指標として、営業活動によるキャッシュフロー (CFO) を用いることで、この問題を回避している (注18)。検証の結果、CFOをコントロールした後もDID推定値は統計的に有意なプラスのままであった。またCFOの係数は有意なマイナスであり、これは先行研究で示された結果と整合的である (注19) (図表3の7列目)。したがって、本稿の結果はこの問題を回避できているといえる。

(注18) 営業活動によるキャッシュフローはt-1期末の総資産で標準化した値を用いている。また処置群とコントロール群の定義は仮説1の検証時と同じである。

(注19) これまでの先行研究から裁量的会計発生高とCFOにはマイナスの関係にあることが分かっており、CFOと誤差の間にもマイナスの関係があることが推測される。本稿の結果はこれを支持する結果となった。詳細は、Dechow *et al.* [1995] やGuay *et al.* [1996] を参照。

### (3) 実体的利益調整行動を用いた分析

最後に、プライム市場に上場するために、経営者が裁量的会計発生高を用いた会計的利益調整以外にも実体的利益調整を行う傾向にあるのかを、Roychowdhury [2006]などを参考に、売上操作 (*abCFO*)、裁量的費用の削減 (*abDE*) および過剰生産 (*abPD*) の3タイプに着目し検証する(注20)。その結果、処置群はコントロール群と比較して、売上操作 (*abCFO*)、裁量的費用の削減 (*abDE*)、ならびに過剰生産 (*abPD*) を通じた実体的利益調整を行う傾向にはないことが分かった(図表3の8~10列目を参照)。すなわち、利益ベンチマークの閾値近辺の企業は会計的利益調整を行う傾向にはあるものの、実際の企業活動を通じた、キャッシュフローの変更が伴う実体的利益調整を行う傾向にはないといえる。

## 6. まとめと今後の課題

本稿では、東証による市場再編が経営者の利益調整行動を誘発しているかに焦点を当て分析を行った。その結果、プライム市場の利益ベンチマーク「最近2年間の利益合計25億円」の閾値近辺にある企業のうち、新規上場基準が適用される市場第二部、マザーズ、JASDAQの企業は、閾値近辺から離れた企業と比較して、利益増加型の利益調整を行う傾向にあることが分かった。またこれらの経営者は、裁量的会計発生高を用いた会計的裁量行動を利用し利益増加型の利益調整を行うものの、実際の企業活動を変更する実体的裁量行動を利用してまで、利益調整を行わないことも確認できた。一方で、上場維持基準が適用される市場第一部の企業は、利益増加型の利益調整を行わな

いことが分かった。

本稿の結果は、東証の市場再編が、新規上場基準が適用される企業経営者にのみ利益調整を誘発し、会計上の見積もり変更などを通じた一時的な利益の嵩上げをしている可能性を示唆している。Rangan [1998] やDuCharme *et al.* [2001] は、経営者の利益調整行動は市場参加者をミスリードする可能性があり、また企業の将来パフォーマンスに負の関係性があることを指摘している。仮にこうした傾向が今回調査した企業群についても将来確認されるのであれば、プライム市場は、上場維持基準で時間的猶予を与えられた利益水準の低い企業と、将来パフォーマンスが悪い新規上場企業が含まれることになる。そうなれば、東証による市場区分見直しは本来の目的を達成できないかもしれない。

本稿では、東証の市場改革が利益調整を誘発したか否かに焦点を当て分析したが、経営者がどのような意図で利益調整を行ったのかを検証することも重要である。Holthausen *et al.* [1995] では経営者が機会主義的に利益調整を行うことを報告する一方、Healy and Palepu [1993] では経営者は外部への情報伝達を目的とした利益調整を行うことを報告している。プライム市場に上場するために利益調整を行う傾向にあった経営者がどのような意図を持って裁量的に利益調整したかを解明することも重要である。今後の検証課題としたい。

本稿の執筆に当たり、野間幹晴先生(一橋大学)、村宮克彦先生(大阪大学)、内田交謹先生(九州大学)より多大なご指導をいただいた。また、匿名のレフェリー2名から大変貴重なコメント、ご指摘をいただいた。ここに深く感謝申し上げる。

(注20) 処置群とコントロール群の定義は仮説1の検証時と同じである。

## 〔参考文献〕

- 石川博行 [2019] 『会社を伸ばす株主還元』、中央経済社。
- Burgstahler, D. and I. Dichev [1997] “Earnings management to avoid earnings decreases and losses,” *Journal of Accounting and Economics* 24(1), pp.99–126.
- Chattopadhyay, A., M. D. Shaffer and C. C. Y. Wang [2020] “Governance through shame and aspiration: Index creation and corporate behavior,” *Journal of Financial Economics* 135(3), pp.704–724.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney [1995] “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review* 70(2), pp.193–225.
- DuCharme, L. L., P. H. Malatesta and S. E. Sefcik [2001] “Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 16(4), pp.369–396.
- Guay, W. R., S. P. Kothari and R. L. Watts [1996] “A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models,” *Journal of Accounting Research* 34, pp.83–105.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu [1993] “The effect of firms’ financial disclosure strategies on stock prices,” *Accounting Horizons* 7(1), pp.1–11.
- Holthausen, R. W., D. F. Larcker and R. G. Sloan [1995] “Annual bonus schemes and the manipulation of earnings,” *Journal of Accounting and Economics* 19(1), pp.29–74.
- Kasznik, R. [1999] “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management,” *Journal of Accounting Research* 37(1), pp.57–81.
- Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley [2005] “Performance matched discretionary accrual measures,” *Journal of Accounting and Economics* 39(1), pp.163–197.
- Lim, S. C. and S. Lustgarten [2002] “Testing for income smoothing using the backing out method: A review of specification issues,” *Review of Quantitative Finance and Accounting* 19(3), pp.273–290.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young [2005] “Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?” *Journal of Business Finance & Accounting* 32(7/8), pp.1311–1346.
- Rangan, S. [1998] “Earnings management and the performance of seasoned equity offerings,” *Journal of Financial Economics* 50(1), pp.101–122.
- Roychowdhury, S. [2006] “Earnings management through real activities manipulation,” *Journal of Accounting and Economics* 42(3), pp.335–370.

(この論文は投稿論稿を採用したものです。)