

企業再編における利益管理行動と株価効果

浅野敬志(愛知淑徳大学)・石井康彦(高千穂大学)

中山重穂(豊橋創造大学)・田代樹彦(名城大学)

目的

本報告の目的は、株式交換による企業再編において、日本企業の経営者による利益管理行動を実証的に検証するとともに、資本市場における株価形成にどのような影響を与えるのかを実証的に検証することにある。

検証する仮説と結果

(1)利益管理行動

仮説

株式交換の場合、買収の対価として買収自社の株式を用いると共に、株式交換比率が主として株価等にもとづいて決定されるため、買収企業にとっては、現金買収と比較して、株価を上昇させたいという誘因がより強いと予想される。その1つが会計発生高(アブノーマル・アクルーアル)を操作して、キャッシュ・フローの裏付けのない利益を計上しようという利益管理行動にあらわれている。

したがって、株式交換を公表した直後の報告利益に含まれるアブノーマル・アクルーアルを調べることに、利益管理行動の有無が検証出来る。

検証結果

分析対象は、株式交換が制度化された1999年から2004年までに株式交換を公表した上場企業(ジャスダックを含む)である。同期間中に株式交換を公表した企業は延べ290社であった。財務データの利用可能性の観点から、および検証へのバイアスを避けるために短期間に何度も株式交換を行った企業を除外した結果、142社を対象とした。

アブノーマル・アクルーアルは、パイロットテスト等の結果、先行研究で用いられた、Kothari et al[2005]に従い、半期データを用いて推計した。

株式交換を公表した日を含む会計期間(半期)を t_0 期とし、 $t-3$ 期から $t+1$ 期までのアブノーマル・アクルーアルを計算した。上記仮説に基づけば、 t_0 期のアブノーマル・アクルーアルが有意に正となるはずであり、結果も仮説を支持するものであった。

(2)株価効果

仮説

企業の利益に関する情報は、業績予想等によって、公表日以前に株価に織り込まれていると考えられている。株式交換企業は株価を上げるために利益管理を行うインセンティブを有している。株式交換の公表は、利益管理を行っていたこと、すなわち、水増しされていた利益情報によって株価が過大評価されていることのシグナルとなるため、株価が割

り引かれることになる。

したがって、株式交換による企業再編を実施する企業の株価は、負のリターンをもたらすことになる予想される。

検証結果

株式交換による企業再編を実施したサンプル企業について、アナウンス日(t_0)の20日前($d-20$)からアナウンス日の5日後($d+5$)までの期間についての株価収益率を調査した。

調査にあたっては、サンプル企業149社のうち、必要なデータが全て入手可能であった118社について、イベント日の22日前の42営業日から1056営業日(平均506営業日)の調整済株価データおよびTOPIXをもとにOLSによって s を推定した。この回帰式による推定値と実測値との差を異常株価収益率(AR_d)とし、 d 日までの累積値(SAR_d)を累積異常株価収益率(CAR_d)として計算した。

その結果、 AR_d はアナウンス日にプラスの値を示しており、当初の仮説とは異なる結果となった。