

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

会計情報と経営者のインセンティブに関する
実証研究のサーベイ

なかくき まさゆき

中久木 雅之

Discussion Paper No.2002-J-36

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究のサーベイ

なかくき まさゆき
中久木 雅之[§]

要 旨

会計情報の作成プロセスにおいては、会計処理方法の選択等を通じて経営者の裁量が入り込む余地があるほか、経営者には、会計基準等によって開示が強制されない企業活動に関する情報を自発的に開示する裁量も認められている。こうした会計情報等の作成・開示プロセスにおける経営者の裁量が、どのようなインセンティブを背景に、どのようなバイアスを会計情報にもたらす可能性があるのか、という点を把握しておくことは、会計情報の利用者にとって有用であるのみならず、会計基準の策定・改定に直面した経営者が、会計上あるいは実体上どのように対応するのかという点を推察するうえでも有用であると考えられる。本稿では、こうした問題意識から、米国における会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究を、近年の研究を中心にサーベイした。

本稿でサーベイした実証研究では、報酬契約、債務契約、政府規制、税金等、会計情報をその基礎とする私的あるいは社会的契約が、経営者に会計数値を調整するインセンティブを与えていることを示唆する研究が多くみられた。また、経営者は積極的に情報開示を行うインセンティブを有しており、積極的な情報開示が企業に対して何らかのベネフィットをもたらすことを示唆する研究も少なからずみられた。

こうした分野におけるこれまでの研究では、会計処理上の調整のみを分析対象としたものが多いが、今後は、こうした研究に加え、実体的な企業行動を伴った会計数値の調整にも焦点をあてた、経済学と会計学の領域にまたがるより学際的な研究を一層進めていくことが重要と考えられる。

キーワード：会計情報、経営者、インセンティブ、実証研究、裁量的発生高

JEL Classification：G14、M41

[§]日本銀行金融研究所研究第2課（E-Mail：masayuki.nakakuki@boj.or.jp）

本稿の作成にあたっては、桜井久勝教授（神戸大学）から、有益なコメントを頂戴した。もっとも、あり得べき誤りはすべて筆者に属することはいうまでもない。また、論文の内容や意見は筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

目次

1 . はじめに	1
2 . 会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の位置づけと類型	1
(1) 会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の位置づけ	1
(2) 会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の類型	3
3 . 経営者の効用に着目した実証研究	4
(1) 経営者のインセンティブに関する仮説	4
(2) 会計基準の適用・改定と経営者および株価の反応に関する実証研究	7
(3) 経営者による会計処理方法の選択に関する実証研究	10
(4) 経営者による裁量的な会計数値の調整額に関する実証研究	13
4 . 会計の情報提供効果に着目した実証研究	29
(1) 情報提供的な会計処理方法の選択に関する実証研究	29
(2) 会計情報のシグナリング効果に関する実証研究	30
5 . 自発的開示に関する実証研究	32
(1) 業績と自発的開示の関係に関する実証研究	33
(2) 自発的開示のインセンティブに関する実証研究	33
6 . おわりに	35
補論：裁量的発生高の推計モデル	37
(1) 裁量的発生高の推計モデル	37
(2) 裁量的発生高の推計モデルの検証に関する研究	39
参考文献	41

1. はじめに

会計情報は企業の経済活動の結果を一定のルールのもとで集約した情報であるが、その作成プロセスにおいては、会計処理方法の選択等を通じて経営者の裁量が入り込む余地がある。また、経営者には、会計基準等によって開示が強制されない企業活動に関する情報を自発的に開示する裁量も認められている。

こうした会計情報等の作成・開示プロセスにおける経営者の裁量の是非については様々な議論があり、これ自体大きな論点であるが、本稿では差し当たりこうした点は議論の対象外とし、むしろ、会計情報の作成・開示プロセスにおける経営者の裁量が、どのようなインセンティブを背景にして、どのようなバイアスを会計情報にもたらす可能性があるのかという点に着目する。こうした点を把握しておくことは、会計情報の利用者にとって有用であるのみならず、新しい会計基準の策定や既存の会計基準の改定に直面した経営者が、会計上あるいは実体上どのように対応するのかという点を推察するうえでも有用であると考えられる。

こうした問題意識から、本稿では、会計情報と経営者のインセンティブに関連する実証研究をサーベイする。なお、この分野での研究は、米国では1970年代後半より行われ、多くの研究成果が蓄積されている一方で、わが国における研究はまだ限られたものとなっている。そこで、本稿では、米国の会計学界における研究を、近年の研究を中心に包括的にサーベイすることとする。

以下、2節では、議論の前提として、会計学の分野における経営者のインセンティブに関する実証研究の位置づけをみたとうえで、これまで行われてきた実証研究を研究対象や研究方法等に基づき、いくつかのタイプに整理する。次いで、2節での整理に基づき、3節では、経営者の効用に着目した実証研究、4節で、会計の情報提供効果に着目した実証研究、5節で、自発的開示に関する実証研究を紹介する。最後に、6節では、近年の研究の動向について簡単に述べる。

2. 会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の位置づけと類型

(1) 会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の位置づけ

会計学における実証研究は、会計の機能に着目して、大きく2つに分類が可能である。1つは、会計情報が投資家等の意思決定の材料として使われている点、すなわち会計における意思決定支援機能に着目し、会計情報が投資家等の意思決定に有用な情報を提供しているか否かという点を検証する研究である。もう1つは、会計情報が様々な私的あるいは社会的契約の基礎として使われている点、

すなわち会計における契約支援機能に着目し、経営者が会計情報を作成・開示するプロセスにおいて、こうした契約が経営者にどのようなインセンティブをもたらしているのかという点を、会計情報を通じて検証する研究である¹。

会計学の実証研究は、もともと意思決定支援機能に関する研究として1960年代末より盛んに行われるようになった²。その後、1970年代には、当時の意思決定支援機能に関する実証研究が理論的根拠としていた効率的市場仮説の前提である「投資家の合理性」が、会計情報を用いて分析されるようになった。そして、これらの研究では、企業価値（企業のキャッシュ・フロー）に直接影響がない会計処理方法の変更は、株価に影響を与えないとする「無効果仮説（no-effects hypothesis）」³を支持する結果が多く得られた⁴。もっとも、こうした会計処理方法の変更と株価の反応を分析した研究では、なぜ一部の経営者が、企業価値に直接影響をもたらさないような会計処理方法の変更を行うのかという点が説明されていなかった。

他方、1970年代には、規範的な観点に立った会計理論研究も多く行われていた。こうした研究の成果はしばしば会計基準の策定における討論の材料として用いられていたが、研究者の意図とは別に、会計基準の策定をめぐるロビー活動を正当化するための「言い訳（excuse）」として研究の成果が利用されることも少なくなかった⁵。

こうした状況下、会計情報が様々な私的あるいは社会的契約の基礎として使われている点、すなわち会計のもう1つの機能である契約支援機能が注目されるようになった。契約支援機能を勘案すると、会計処理が異なれば、契約に用いられる数値も異なるため、会計処理の違いが企業のキャッシュ・フローに直接影響を与えなくても、会計数値に基づく契約の経済的な帰結（economic consequence）に影響を与えることが考えられる。例えば、会計上の利益とリンクする形で経営者の報酬が決められている場合には、企業価値に直接的な影響がないような会計処理の違いであっても、会計上の利益を変動させることにな

¹ 意思決定支援機能、契約支援機能の名称は、須田[2000]に従った。

² 初期の会計学の実証研究において重要な影響を及ぼした研究として、Ball and Brown[1968]とBeaver [1968]がある。前者は、イベントスタディにより、会計利益と株価変動の相関関係を示したものであり、後者は利益公表時の株価のばらつきが大きくなっていることから、株式市場が会計情報の公表に反応することを示したものである。

³ 他方、企業価値に直接影響を与えない会計処理方法の変更であっても、株価に影響を与えるとの仮説は、「機械的反応仮説（mechanistic hypothesis）」と呼称される。

⁴ これらの代表的な研究としては、Ball[1972]、Kaplan and Roll[1972]、Sunder[1973, 1975]、Biddle and Lindahl[1982]等が挙げられる。

⁵ Watts and Zimmerman[1979]を参照。

れば、経営者に一定の経済的な帰結をもたらすことになる。そして、こうした会計数値に基づく契約がもたらす経済的な帰結の影響から、経営者は会計情報の作成プロセスにおいて特定の会計処理を選好することになると考えられる。

このような問題意識のもと Watts and Zimmerman[1978]は、会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブを解明することの重要性を主張した。そして、同研究は、情報の経済学や契約の経済学からプリンシパル・エージェント理論の概念を援用し、会計数値に基づく契約の経済的な帰結が経営者にインセンティブをもたらすことを体系的に分析した。これを契機に、会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブに関する研究が広く行われるようになり、現在では、会計学の実証研究における主流の1つとなっている。

また、会計制度等によって開示が強制されない企業活動に関する情報が自発的に開示されることについて、情報の経済学を用いた理論的な研究が1980年代に進められたが、こうした影響もあり、特に1990年代以降、会計学の分野でも、自発的に提供される情報の作成・開示プロセスにおける経営者のインセンティブに関する実証研究が盛んに行われるようになってきている。

(2) 会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の類型

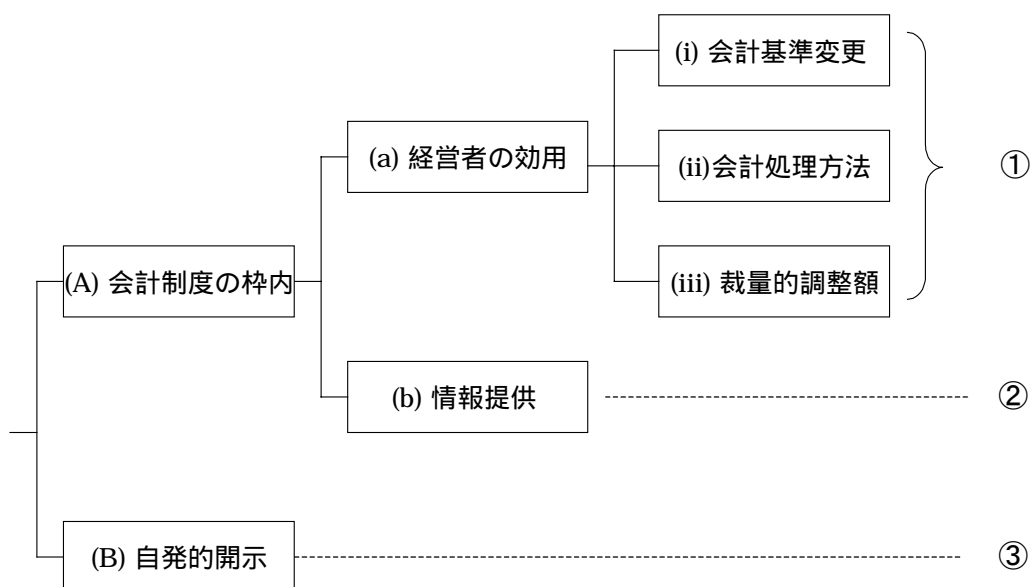
会計学の分野における経営者のインセンティブに関する実証研究は、その分析対象により大きく2つのタイプに分類可能である(下図参照)。1つは、(A)会計基準等により開示が義務づけられている会計情報の作成プロセスを対象にした研究であり、もう1つは、(B)会計基準等とは関係なく企業によって自発的に開示される企業活動に関する情報の作成・開示プロセスを対象にした研究である。これまで行われてきた研究では、(A)の方が圧倒的に多いが、近年、(B)も盛んに行われるようになってきている。

さらに(A)は、(a)経営者の効用と経営者のインセンティブの関係に着目した仮説を分析した研究と、(b)会計の情報提供効果と経営者のインセンティブの関係に着目した仮説を分析した研究、に分類可能である。

(A)の中では、(a)がその大部分を占めており、本稿においても中心にとり上げる。なお、(a)は、分析対象や手法によって、(i)会計基準変更の際のロビー活動や株価の反応と経営者のインセンティブの関係を分析した研究、(ii)経営者が複数の選択肢の中から会計処理方法を選択することができる際に、どういったインセンティブにより特定の会計処理方法を選択するのかという点に着目した研究、(iii)利益を始めとした会計数値の裁量的な調整額をモデル等により

推計し、こうした会計数値の裁量的な調整額と経営者のインセンティブの関係を分析した研究、に分類することが可能である⁶。

本稿では、上記の分類に基づき、以下、 経営者の効用に着目した実証研究、（3節） 会計の情報提供効果に着目した実証研究（4節） 自発的開示に関する実証研究（5節） に整理してサーベイを行うこととする。



3 . 経営者の効用に着目した実証研究

(1) 経営者のインセンティブに関する仮説

経営者は、会計情報の作成プロセスにおいて、自己の効用を高める方向で会計情報を調整するインセンティブを有していると考えられる。そして、会計情報が経営者の効用に影響を与える私的あるいは社会的契約としては、報酬契約のように、会計上の数値が経営者の効用に直接影響を与えるもののほか、会計上の数値を用いた契約の影響から、企業のキャッシュ・フローが変化し、ひいては企業価値が変化することによって間接的に経営者の効用に影響を与えるものが考えられる。経営者の効用に着目した経営者のインセンティブに関する実証研究では、こうした私的あるいは社会的契約を通じて経営者にもたらされる

⁶ (ii)と(iii)の研究は、本質的には、経営者の会計処理上の裁量に関して、会計処理方法の選択という定性的なデータを用いるか、裁量的な調整額という定量的なデータを用いるか、という分析手法が異なるだけであり、これらの研究を区別する必要性は高くないかもしれない。しかしながら、経営者の裁量を定量的に分析することが可能となった点は、1980年代における会計学の実証研究における大きな進展であると考えられるため、本稿では、敢えて2つに分類した。

であろうインセンティブについていくつかの仮説を設けて、これを検証するという手法がとられている。以下、報酬契約仮説、債務契約仮説、政治コスト仮説、節税仮説、株価誘導仮説という5つの仮説についてやや詳しくみていく⁷。

イ．報酬契約仮説

米国の企業等では、経営者の努力水準を向上させる目的で、経営者の報酬が会計上の報告利益と関連づけられていることが多い。それゆえ、経営者は機会主義的に利益を調整することによって報酬を増加させるインセンティブを有している、というのが報酬契約仮説である。

初期の実証研究では、報告利益に関連づけられたボーナス制度のある企業の経営者は、利益が増加するような会計処理方法を選好する可能性が高いのではないかと、という点（以下、ボーナス制度仮説という）が検証されている。1980年代後半頃からは、裁量的な利益調整額を推計することにより、目標利益額と実績利益額との関係からみた利益調整、あるいは経営者交代期といった特定の時期における利益調整等、より詳細な観点から報酬契約に起因する経営者のインセンティブが検証されるようになってきている。また、関連する研究として、経営者が地位保全のために利益調整を行っているのではないかと、という点に着目した研究も行われるようになってきている。

ロ．債務契約仮説

企業とその債権者との間では、債権者から株主に富を移転するような経営者の行動を制限するための契約が、会計数値に関連づけた形で交わされることが少なくない。こうした場合に、経営者は当該契約への抵触を回避するインセンティブを有している、というのが債務契約仮説である。

特に、初期の実証研究においては、社債発行企業が財務制限条項を含む契約

⁷ Holthausen[1990]は、会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブを、機会主義的視点（opportunistic behavior perspective）、効率契約的視点（efficient contracting perspective）、情報提供的視点（information perspective）の3つの視点から整理している。すなわち、¹は、経営者は、自己の効用を短期的に最大化するインセンティブを有しているとの視点であり、²は、経営者は、企業価値を最大化するようなインセンティブを有しているとの視点である（³の視点については脚注51を参照）。本節で紹介する研究は、¹、²の視点からの経営者のインセンティブを分析した研究と位置づけることが可能である。

なお、¹と²の視点のうち、経営者がいずれの視点に起因するインセンティブを優先するかを分析した、Malmruist [1990]、Mian and Clifford [1990]、Christie and Zimmerman[1994]等の研究では、経営者は、概ね²の視点からのインセンティブを優先するとの結果が得られている。

を社債権者と締結している場合に、負債比率の高い企業ほど、当該条項に違反する可能性が高いとの考え方にに基づき、負債比率の高い企業ほど、経営者は、報告利益が増加するような会計処理方法を選好するのではないか、という点(以下、負債比率仮説という)が検証されている。近年では、裁量的な利益調整額を見積ることにより、実際に債務契約の財務制限条項に抵触した企業、あるいは抵触しそうな企業がその他の企業と比べて、どのような利益調整を行っているのかという点を検証する研究が多く行われている。

八．政治コスト仮説

政府による様々な規制や労働組合との交渉等が、会計上の報告利益に基づいて行われることも少なくない。経営者は、こうした企業内部・外部からの政治的圧力に起因するコスト(政治コスト; political cost)を回避あるいは軽減するインセンティブを有している、というのが政治コスト仮説である。

もっとも、初期の実証研究では、具体的な政治コストの内容までには立ち入らず、単に規模が大きい企業ほど政治的圧力を受けやすく、政治コストも大きいのではないか、という大胆な仮定のもと、大規模な企業の経営者ほど、こうした政治コストを軽減するために報告利益を減少させるような会計処理を選好するのではないか、という点(以下、規模仮説という)が検証されている。また、1990年代はじめ頃からは、具体的な産業規制等を題材に、産業規制に服している企業の裁量的な利益調整額を見積ることにより、こうした企業の利益調整行動を分析する研究が多く行われている。なお、この分野の研究については、金融業を対象にしたものが多いことが1つの特徴となっている。

二．節税仮説

米国の税制では、税務会計と財務会計は必ずしも一致しているわけではなく、企業の納税額は税務会計上の利益に基づき決定される。しかしながら、例えば、棚卸資産会計において税務会計上で後入先出法(LIFO)を選択するためには、財務会計においてもLIFOを選択していなければならないという制約があるなど、財務会計が納税額に影響を与えることもある。それゆえ、企業の経営者は、税金の負担を軽減するような会計処理を選好する、というのが節税仮説である。

初期の実証研究では、経営者が財務会計上でLIFOを選択するか否かという観点から節税仮説を検証したものが多いが、1990年代はじめ頃より、裁量的な利益調整額を見積ることにより、特定の税制改革の導入時における利益調整や、多国籍企業等における徴税主体間の裁定を目的とした利益調整等も分析されており、研究の裾野が広がってきている。

ホ．株価誘導仮説

株価水準と会計上の報告利益の間には関連性があることが知られている⁸。ストックオプション契約等のように、株価水準と経営者の効用が密接に関係している場合には、経営者は株価の誘導を意図して会計処理を選好する、というのが株価誘導仮説である。

株価誘導仮説に関する研究は、特に 1980 年代後半から行われるようになった。こうした仮説が関心を集めるようになった背景には、1970 年代のファイナンス研究においては効率的市場仮説が一般的に受け入れられており、会計学においても、企業価値に影響を与えない会計処理方法の変更は株価に影響を与えないと考えられていたのに対し、1980 年代に入ると効率的市場仮説に反するような様々なアノマリーが市場で発見されるなど、効率的市場仮説の信憑性に対する疑問が高まったこと⁹があると考えられる。

(2) 会計基準の適用・改定と経営者および株価の反応に関する実証研究

ここで紹介する実証研究は、会計基準の適用・改定に対する経営者の反応から、会計情報の作成プロセスにおいて経営者がどのようなインセンティブを有しているのかを分析するものである。会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブに関する実証研究の端緒である Watts and Zimmerman [1978]も同様のアプローチをとっている。具体的には、新しい会計基準の適用・改定に先駆けて公表される公開草案に対する企業の公開コメントの内容から、会計基準の適用・改定が企業にもたらす経済的な帰結についての経営者の予想を読み取り、こうした予想の違いが当該企業のどのような特性と関係しているのかをプロビットモデル等で分析することにより、会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブが分析されている。

また、上記のアプローチと関連したアプローチとして、会計基準の適用・改定に関する情報に対し、株価がどのように反応するかという点から、会計基準の適用・改定が企業にもたらす経済的な帰結についての投資家の予想を読み取り、投資家の予想の違いが当該企業のどのような特性と関係しているのかを分析する研究も行われている。こうした研究は、会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブを直接分析しているわけではないが、インセンティ

⁸ 株価と会計情報の関連性に関する研究のサーベイとしては、例えば、Beaver[1998]、Barth, Beaver, and Landsman[2001]、Holthausen and Watts[2001]、Kothari[2001]等を参照。

⁹ 効率的市場仮説の信憑性に関しては、例えば、Shleifer[2000] Chapter1 等を参照。

ブの背景となる経済的な帰結に関して分析を行っているという意味で、経営者のインセンティブについて重要な示唆を与える研究であると考えられる。

イ．会計基準の適用・改定に対する経営者の反応と企業特性に関する研究

会計基準の適用・改定に対する経営者の反応と企業特性に関する研究では、主に、公開草案等に対する企業のコメント内容の賛成・反対を 0 と 1 のダミー変数で表わし、それを被説明変数としたうえで、その企業における報告利益に関連づけられたボーナス制度の有無、負債比率、企業規模等を説明変数とする、プロビットモデルやロジットモデルの手法を用いたクロスセクション分析が行われている¹⁰。

会計基準の適用に関連して、会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブをはじめ体系的に分析した Watts and Zimmerman[1978]は、既存の財務諸表の公表に併せて一般物価の変動を反映させた財務諸表の開示を求めた 1974 年の一般物価水準変動会計に関する討議メモランダム¹¹に対してコメントした企業を対象に、コメント内容の賛成・反対を定性的な変数で表わし、それらを被説明変数としたうえで、いくつかの財務指標との関連性について分析を行っている。同研究では、一般物価水準変動会計を適用すれば利益が減少する企業、とりわけ政府の規制下にある企業では、一般物価変動会計を支持する傾向があり、こうした傾向は売上高が大きい企業ほど強いとの結果を得ている。こうした分析結果について、同研究は、大規模な企業の経営者ほど、政治コストを軽減するために報告利益を減少させるような会計処理を選好するという規模仮説を支持するものである、としている。なお、1974 年の一般物価水準変動会計に関する公開草案にコメントをした企業をサンプルに分析を行った McKee, Bell and Boatsman[1984]や、英国の一般物価水準変動会計に関する公開草案にコメントした企業をサンプルに分析を行った Sutton[1988]も同様に、規模仮説を支持する結果を得ている。

他の会計基準を扱った研究として、Deakin[1989]は、石油・ガス会計において総発生原価資産計上方式 (full cost method) を廃止し、結果的に利益が減少することになる成功支出資産計上方式 (successful effort method) を強制する基準改定 (討議メモランダム、公開草案等) に関して、総発生原価資産計上方

¹⁰ それらの代表的な研究に関するより詳細なサーベイとしては、Ball and Foster[1982]、Holthausen and Leftwich[1983]、Watts and Zimmerman[1986]、音川[1999]、等を参照。

¹¹ 米国では、会計基準の改定等の際には、公開草案に先立ち、論点に対する理解を深めさせるとともに、これに対する一般からの意見を求めることを目的として、問題の所在、範囲、代替的な解決策およびその批判等を記載した報告書である討議メモランダムが公表されることがある。

式採用企業をサンプルに分析を行っている。同研究では、利益に関連づけられた経営者ボーナス制度のある企業や、負債比率が高いなど財務制限条項に抵触する可能性の高い企業の方が、基準改定に反対する公開コメントを提出する傾向にあるとの結果を得ており、こうした分析結果は、ボーナス制度仮説や負債比率仮説を支持するものである、としている。

また、最近の研究として、Dechow, Hutton and Sloan[1996]は、ストックオプションの費用処理を強制することを骨子とした 1993 年の公開草案に反対表明をした企業をサンプルに、公開草案に対するコメントの内容と企業の特徴を分析し、経営者のストックオプション報酬が多い企業ほど公開草案に反対しているが、追加的な資本を必要とする企業や財務制限条項に抵触しそうな企業が特に公開草案に反対しているわけではないとの結果を得ている¹²。

ロ．株価の反応と企業特性に関する研究

株価の反応と企業特性に関する研究では、主に、会計基準の適用・改定に関する情報に対する株価の反応をイベントスタディによって特定し、それを被説明変数としたうえで、その企業の財務特性等を表わす説明変数を用いたクロスセクション分析が行われている。

Lys[1984]は、石油・ガス会計において総発生原価資産計上方式を廃止し、成功支出資産計上方式を強制する基準改定（公開草案、SFAS19、ASR253）に関して、総発生原価資産計上方式採用企業をサンプルに、イベントスタディにより基準改定のニュースに対する株価の反応を調べたうえで、こうした株価の反応と財務特性の関連性を分析し、負債比率の高い企業ほど、基準改定に関するニュースに反応して株価が下落しているとの結果を得ている。同研究では、こうした分析結果は、成功支出資産計上方式が強制されることにより、利益剰余金や拘束利益剰余金が減少し、財務制限条項の抵触可能性が高まることが予想されるためであると解釈している。この点は、会計情報の作成プロセスにおいて、経営者が財務制限条項への抵触可能性に回避するインセンティブを有する可能性があることを示唆している、と考えられる。

また、近年の研究例として、Beatty, Chamberlain and Magliolo [1996]は、銀行持株会社等をサンプルに、1990-93 年の間に公表された有価証券の部分的公正価値会計（SFAS 115 号）に関するニュースのうち、採択の可能性が高まったことを示唆するニュースに対する株価の反応をイベントスタディによって

¹² なお、Dechow, Hutton and Sloan[1996]は、公開草案の公表に対する株価の反応も併せて分析しているが、企業の特徴にかかわらず株価の反応を示す結果は得られなかった。

分析し、銀行ではすでに公正価値情報に関する開示が行われていたにもかかわらず株価が下落したとの結果を得ている。ただ同研究では、銀行のこういった特性が株価の反応と関連しているのかという点については分析されていない。この点について、Cornett, Rezaee and Teharanin[1996]は、公正価値会計(SFAS 105号、SFAS 107号、SFAS 115号)の適用等に関する23件のニュースに関して分析を行い、銀行の株価の反応は、銀行の自己資本比率、投資有価証券の簿価の総資産に占める比率、および投資有価証券の含み益の総資産に占める比率と関係しているとの結果を得ている。こうした2つの分析結果は、公正価値情報を財務諸表本体で公表することは銀行の経済的な帰結に影響があり、また、会計情報の作成プロセスにおいて、銀行の経営者は自己資本比率等に起因するインセンティブを有する可能性があることを示唆している、と考えられる。

(3) 経営者による会計処理方法の選択に関する実証研究

(2) でみた会計基準の適用・改定に関する実証研究においては、公開草案等に対する企業の公開コメント等のデータが必要となるなど、分析対象となるサンプルが限られてしまうとの問題点や、情報が投資家に伝わったイベント日の特定が困難であるといった問題点があった。こうした中、会計基準の適用・改定という特定のイベントではなく、会計処理方法の選択を題材とする研究が多く行われるようになった。

すなわち、GAAP(会計原則)は、しばしば複数の会計処理方法の中から経営者が適切と考えるものを選択することを認めているため、経営者は会計処理方法の選択を通じて会計数値の調整を行うことが可能である¹³。ただし、複数の会計処理方法が認められている場合でも、会計処理方法の選択は、企業のキャッシュ・フローには直接影響を与えず、単に会計上の利益を前倒しして認識する(利益増加型の会計処理)か、後倒しして認識する(利益減少型の会計処理)かという、利益認識のタイミングに影響を与えるに過ぎない。しかしながら、会計処理方法の選択が企業のキャッシュ・フローに直接影響を与えないとしても、会計上の報告数値は社会における様々な契約等の基礎として利用されており、結果的に会計上の報告数値によって経営者あるいは報告企業の経済的な帰結に影響を与えることがあるため、経営者は自らの効用等を重視した会計処理

¹³ なお、これらの研究が対象としている「利益調整」は、あくまでもGAAPの認める範囲内で利益数値を意図的に調整することであって、GAAPを逸脱した利益操作は含まれていない。本稿でも、「利益調整」はGAAPの認める範囲内で利益数値の調整を指し、GAAPを逸脱した利益操作は「粉飾決算」として、「利益調整」と区別する。

方法を選択する可能性がある。

以下では、こうした問題意識から、経営者の裁量による会計処理方法の選択が認められている場合に、経営者がどのような会計処理方法を選択するのかという点に着目し、会計情報作成プロセスにおける経営者のインセンティブを分析した実証研究について紹介する。

イ．会計処理方法の選択に関する初期の研究

会計処理方法の選択に関する初期の研究では、主に、利益減少型と利益増加型の会計処理方法を 0 と 1 のダミー変数で表わし、それを被説明変数としたうえで、その企業における報告利益に関連づけられたボーナス制度の有無、負債比率、企業規模等を説明変数とする、プロビットモデルやロジットモデルの手法を用いたクロスセクション分析が行われている¹⁴。

例えば、Hagerman and Zmijewski[1979]は、減価償却、棚卸資産評価、投資税額控除、過去勤務年金債務の償却、といった 4 つの会計処理における会計処理方法の選択について、ボーナス制度仮説、規模仮説、節税仮説の検証を行い、その分析結果から、ほとんどの会計処理方法の選択においてボーナス制度仮説、規模仮説が支持されるが、節税仮説は支持されないとしている。

また、Deakin[1979]、Lilien and Pastena[1982]は、石油・ガス会計に関する会計処理において負債比率仮説と規模仮説、Biddle[1980]は棚卸資産に関する会計処理において節税仮説、Dekey and Vigeland [1983]は、試験研究開発費に関する会計処理において負債比率仮説と規模仮説、Dhaliwal, Salamon and Smith[1982]は、減価償却に関する会計処理についてボーナス制度仮説、負債比率仮説、規模仮説、の検証をそれぞれ行っており、いずれの研究も、すべての仮説が支持されるとしている。

ロ．会計処理方法選択のポートフォリオを用いた研究

もっとも、上記の研究の問題点として、被説明変数が「1 または 0」といった定性的なものとなっていることから、個別の会計処理方法の選択を通じた利益調整についてのみ分析が可能であり（例えば、減価償却における会計処理方法の選択のみを被説明変数として分析）、複数の会計処理を通じた利益調整を 1 つの枠組みの中で総合的に分析することはできない（例えば、減価償却と棚卸資産評価における会計処理方法の選択を同時に被説明変数として分析することは

¹⁴ それらの代表的な研究に関するより詳細なサーベイとしては、Ball and Foster[1982]、Holthausen and Leftwich[1983]、Watts and Zimmerman[1986]、音川[1999]、須田[2000]等を参照。

できない) といった点が挙げられる。

そこで、こうした問題に対処する目的から、複数の会計処理方法の組合わせ(「会計処理方法選択のポートフォリオ」)が会計数値に与える影響を序数として数値化することによって¹⁵、複数の会計処理を通じた利益調整を1つの枠組みの中で総合的に分析する、「会計処理方法選択のポートフォリオ」による研究が行われた。「会計処理方法選択のポートフォリオ」を用いた研究では、個々の会計処理方法の選択が会計数値に与える影響に関し一定の仮定を置く、利益減少型と利益増加型の会計処理方法を0と1のダミー変数で表わし、個々の会計処理方法の選択が会計数値に与える影響に関する仮定に基づいてウエイトづけする、それらを合計することにより、「会計処理方法選択のポートフォリオ」が会計数値に与える影響を数値化する、この数値を被説明変数としたうえで、説明変数との関係を順序プロビットモデルによって分析する、といった分析手法がとられている¹⁶。このような、「会計処理方法選択のポートフォリオ」を用いた具体的な研究としては、Zmijewski and Hagerman[1981]、Press and Weintrop[1990]、Skinner[1993]、Bowen, DuCharme and Shores[1995]が挙げられる。

例えば、Zmijewski and Hagerman[1981]は、棚卸資産評価、減価償却、投資税額控除、過去勤務年金債務の償却という4つの会計処理とその会計処理方法について、4つの会計処理における会計処理方法の選択が利益に与える影響について3種類の仮定を設けることにより、仮定の選択が分析結果に与える影響を比較しつつ¹⁷、ボーナス制度仮説、負債比率仮説および規模仮説について分析している。同研究では、分析の結果、いずれの仮定の下でも、上記3仮説が支持される、としている。

¹⁵ ここでの数値化とは、「会計処理方法選択のポートフォリオ」が会計数値に与える影響についての相対的な大小関係を数値化したことを意味しており、「会計処理方法選択のポートフォリオ」が会計数値に与える影響額を数値化したものとは異なる。

¹⁶ 例えば、減価償却と棚卸資産の2つの会計処理についてみれば、以下ようになる。

減価償却の会計処理方法の選択が利益に与える影響は、棚卸資産の会計処理方法の選択が利益に与える影響の2倍であると仮定する。

減価償却と棚卸資産における利益減少型と利益増加型の会計処理方法をそれぞれ0と1のダミー変数で表わすと(0,0)(1,0)(0,1)(1,1)の「会計処理方法選択のポートフォリオ」が考えられる。これにのウエイトをかけると、(0,0)(2,0)(0,1)(2,1)となる。

それぞれの会計処理方法の選択が利益に与える影響を合計することによって、「会計処理方法選択のポートフォリオ」が会計数値に与える影響は、上記の4つの組合せについて、それぞれ0, 2, 1, 3と表わされる。

0, 1, 2, 3を被説明変数として、順序プロビットモデルにより分析を行う。

¹⁷ 4つの会計処理における会計処理方法の選択が利益に与える影響についての仮定の詳細については、Zmijewski and Hagerman[1981]p.135, Table 1を参照。

八．既存研究成果を統計的に検証した研究

Christie[1990]は、1980年代までに行われた会計処理方法の選択に関する研究成果を中心にサーベイし、既存研究の結果をまとめて統計的な分析を行うことにより、単体の研究よりもより強力な検定が可能であるとして、複数の研究成果からボーナス制度仮説、負債比率仮説、規模仮説といった代表的な仮説が検証されているか否かを統計的に分析している。

具体的には、Zmijewski and Hagerman [1981]、Dhaliwal, Salamon and Smith[1982]等 17 の既存研究¹⁸の分析結果を用いて、これまで会計処理方法の選択との関係で分析されてきた、 経営者報酬制度の有無、 インタレスト・カバレッジ・レシオ、 負債比率、 企業規模、 配当制限の有無、 リスク () に関する 17 の既存研究の分析結果¹⁹を総合して、統計的分析を行った。分析の結果、いずれの変数も会計処理方法の選択と有意な関係がある、との結果が得られており、ボーナス制度仮説、負債比率仮説、規模仮説を支持するものである、としている²⁰。

(4) 経営者による裁量的な会計数値の調整額に関する実証研究

(3) でみたような経営者の会計処理方法の選択に関する研究では、総じて分析におけるモデルの説明力が弱いという問題があった。Watts and Zimmerman [1990]は、その理由として、被説明変数が定性的な変数であることを指摘している²¹。以下では、こうした指摘に対応するために、会計数値の調整額を定量的に表わすことを通じて、会計情報作成プロセスにおける経営者のインセンティブを分析した実証研究を紹介する。

¹⁸ Christie[1990]が分析に用いた研究の中には、本稿では、会計処理方法の選択に関する研究として分類していない Watts and Zimmerman[1978]や Healy[1985]も含まれている。

¹⁹ 財務制限条項抵触の可能性を示す代理変数として、(1)では負債比率のみを紹介したが、負債比率以外にも、 を用いた研究が少なからず行われている。

²⁰ ただし、Christie[1990]では、この分析結果は、 既存研究において、分析手法に関する問題点がないことを前提としていること、 分析に用いた既存研究のサンプル抽出においてバイアス (i)研究者は仮説が支持された研究を学術誌に投稿し、(ii)学術誌は仮説が支持された研究を掲載する傾向にあること)がないことを前提としていること、に留意する必要があるとしている。

²¹ この他にも、Watts and Zimmerman [1990]は、分析におけるモデルの説明力が弱い理由として、 モデルの設定において、異なる説明変数に共通して影響を与える変数(例えば、投資機会)が存在する可能性がある点、 説明変数が定性的な変数であったり代理変数であったりする点、 (i)会計数値に依拠した他の契約の存在、(ii)会計数値に直接依拠しているわけではないが会計処理方法の選択が株価等を通じて間接的に影響を及ぼす契約(ストックオプション契約等)の存在、(iii)(政府規制等によって)産業により認められる会計処理が異なるという事実、が勘案されていない可能性がある点、を挙げている。

また、こうした研究のなかでも、会計計算の過程を通じて生じる、会計上の利益とキャッシュ・フローの差額である会計発生高（accounting accruals）のうち、経営者の裁量的な会計処理によって生じた裁量的発生高²²を推計し、その符号や大きさによって利益調整の程度を定量的に分析した研究が、1980年代後半より盛んに行われるようになり、現在においても会計情報作成プロセスにおける経営者のインセンティブに関する実証研究の中心となっている²³（ヒーリー・モデル、デアンジェロ・モデル、産業モデル、ジョーンズ・モデル、修正ジョーンズ・モデルといった裁量的発生高の推計モデルについては補論参照）。

イ．報酬契約等に関する研究

（２）（３）では、報酬契約に関する研究として、会計処理方法の選択等とボーナス制度の有無の関係（ボーナス制度仮説）を分析した研究を紹介した。ここでは、裁量的な利益調整額を推計することを通じて、経営者の報酬契約と利益調整、さらには関連する論点として経営者の地位保全と利益調整、の関係を分析した研究をみていく。

（イ）報酬契約

裁量的な利益調整額に基づいて報酬契約に関する分析を最初に行ったのは Healy [1985]である。それまでの報酬契約に関する分析においては、定性的な被説明変数が用いられていたのに対し、同研究は、ヒーリー・モデルによって裁量的発生高を推計し、ボーナス制度の目標利益額の上限・下限に基づいて、下位グループ（年次利益が目標利益額の下限を下回っている企業）、上位グループ（営業キャッシュ・フローが目標利益額の上限を上回っている企業）、中位グループ（それ以外の企業）の３つのグループに分類し、グループごとの平均裁量的発生高を比較した。そして、上位グループと下位グループは利益を減少させる調整を行い、中位グループは利益を増加させる調整を行っているとの結果を得ている。

こうした分析結果に対して同研究は、会計上の報告利益にリンクしたボーナス等の報酬契約がある場合、経営者は必ずしも利益増加型の調整を行うのではなく、調整後の利益がボーナス制度で設定された目標利益額を上回り、かつ

²² 企業間や年度間で比較可能性を保つために、会計発生高や裁量的発生高は期首の総資産額でデフレートされたものを用いることが一般的である。以下での会計発生高や裁量的発生高は、特に言及しない限り、期首の資産でデフレートされている。

²³ 経営者による会計数値の裁量的な調整額に関する実証研究のより詳細なサーベイとしては、Healy and Wahlen[1999]、Fields, Lys, and Vincent [2001]、Francis[2001]等を参照。

調整前の利益が目標利益額の上限を下回る場合には、経営者は利益増加型となる利益調整を行うのに対して、調整前の利益が目標利益額の上限を上回る場合には、将来に向けて利益をストックするために利益減少型の利益調整を行い、また、調整後の利益が目標利益額を下回る場合、すなわち、たとえ調整を行ったとしても調整後の利益が目標利益額を下回る場合には、将来利益をプラスにするためにできるだけ費用を前倒して認識する利益減少型の利益調整（いわゆる「ビッグ・バス」）を行っているとの解釈を示している。

Gaver, Gaver and Austin[1995]は、Healy[1985]と異なり、裁量的発生高の推計において、より精緻なジョーンズ・モデルや産業モデルを用いるとともに、利益調整前の利益（年次利益から裁量的発生高を控除することによって推計）によって企業を下位グループ（年次利益から裁量的発生高を控除した額が目標利益額を下回るグループ）と中位グループ（年次利益から裁量的発生高を控除した額が目標利益額を上回るグループ）に分けて分析を行った²⁴。そして、下位グループでは利益増加型の利益調整が行われ、逆に中位グループでは利益減少型の利益調整が行われる傾向があるとの結果を得ている²⁵。

また、Holthausen, Larcker and Sloan[1995]は、グループ分けの際に、実際のボーナス・データを用いて分析を行った。すなわち、経営者にボーナスが支給されなかった企業を下位グループに、経営者へのボーナスが契約上の上限の95%以上であった企業を上位グループに、それ以外を中位グループに分類して、それぞれの裁量的発生高を比較した。そして、上位グループでは利益減少型の利益調整が行われ、中位グループでは利益増加型の利益調整が行われるとの結果が得られたが、下位グループについては中位グループとの間で有意な差異は検出できなかったとしている。

さらに、Guidry, Leone and Rock[1999]は、Holthausen, Larcker and Sloan[1995]の研究を事業単位（business unit）レベルで行い、上位グループ、下位

²⁴ 同研究が、グループを下位グループと中位グループの2つにのみ分類しているのは、データ上の制約により上位グループと中位グループを差別化できなかったためである。

²⁵ この分析結果について、利益水準の低い企業が利益増加型の利益調整を行い、利益水準の高い企業が利益減少型の利益水準を行っていることから、同研究は、Healy[1985]による報酬契約仮説というよりは、むしろ「経営者は利益を一定の水準に維持しようとする」という利益平準化仮説を支持するものである、と解釈している。

なお、同研究の結果は、下位グループには、利益を調整した結果、利益が目標利益額の下限を上回った企業が含まれていること、中位グループと上位グループの差別化ができなかったため、中位グループには調整前の利益が目標利益額の上限を上回っている企業が含まれていること、を勘案すると、必ずしもHealy[1985]の報酬契約仮説と矛盾する結果が示されたわけではないと考えられる。

グループは利益減少型の利益調整を行っており、中位グループは利益増加型の利益調整を行っているとの結果を得ている。

このように、裁量的な利益調整額を用いた報酬契約仮説の実証研究においては、少なくとも、前述の単純なボーナス制度仮説のように経営者は常に利益増加型の会計処理を行うわけではなく、調整後の利益が目標利益額の上限を上回る場合には利益減少型の会計処理を行うという点については、コンセンサスが得られていると思われる。なお、より厳密な分析を行うためには、利益調整前の利益額と利益調整後の利益額の双方を勘案してグループ分けを行うべきである（例えば、利益調整前の利益額が目標利益額を下回っている先を、利益調整後の利益が目標利益額を上回ったか、下回ったかにより区分）が、ここで紹介した研究は、利益調整前の利益額が利益調整後の利益額のいずれか一方のみに基づきグループ分けをしている点には留意が必要である²⁶。

また、上記の研究に関連する研究として、経営者の交代時に着目して、経営者の報酬契約に起因するインセンティブを分析した研究がある。Dechow and Sloan[1991]は、会計上の利益にリンクした報酬制度のある製造業企業を対象に、経営者交代時における経営者の利益調整行動を分析し、その分析結果から、経営者は、任期の最終年において、多額の報酬を受取るため、利益が増加するように研究開発費を削減する傾向があるとの解釈を示している。しかしながら、Murphy and Zimmerman [1993]は、経営者の交代は企業の業績に依存する内生変数であるとし、同時方程式体系により経営者の交代と研究開発費や宣伝広告費等の関係について分析を行い、その分析結果から、経営者の交代期に研究開発費や宣伝広告費が減るのは、経営者が利益増加型の利益調整を行っているからではなく、企業の業績が悪化したためであるとの解釈を示している。

さらに、Murphy and Zimmerman[1993]は、新任の経営者の利益調整行動に関する分析を行っており、新任の経営者は、企業の業績悪化の影響を勘案してもなお就任直後にビッグ・バスを行っているとの結果を得ている。また、Pourciau [1993]は、予定外の経営者交代があった企業を対象にデアンジェロ・モデルにより裁量的発生高を推計し、新任の経営者は、就任の翌年度には利益増加型の利益調整を行っているとの結果を得ている。

²⁶ なお、Gaver, Gaver and Austin[1995]のように裁量的発生高を推計し、それを報告利益から控除することによって、調整前の利益を推計する手法では、裁量的発生高を用いた数値を基に分類したグループにおいて裁量的発生高との関係を分析することになり、自己選択バイアスが働く可能性があることを Choi, Gramlich and Thomas[2001]は指摘している。

(ロ) 経営者の地位保持

一般的に、経営者は業績が低迷した時に交代させられることが少なくなく、業績を測る尺度の1つとして会計上の利益が用いられることが多い。こうした点に着目し、経営者は、自らの地位を保全するために、利益調整を行うインセンティブを有しているのではないかとの問題意識に立った研究が行われている。

DeAngelo[1988]は、経営者の交代にかかる委任状投票決戦(proxy contest)がどのような要因によってもたらされるかについて分析を行い、委任状投票決戦以前には、当該企業の株価ではなく利益(ROE)のパフォーマンスが低迷しているとの結果から、委任状投票決戦は利益水準に起因しているとの解釈を示している。また、同研究は、デアンジェロ・モデルにより裁量的発生高を推計し、経営者は、委任状投票決戦の期間中に利益増加型の利益調整を行っているとの結果を得ている。しかしながら、Pourciau[1993]では、定期的な経営者交代ではなく、予定外と思われる経営者の交代があった企業を対象に分析を行ったところ、経営者交代の前の期に利益増加型の利益調整が行われていることを示す結果は得られなかった。

DeAngelo[1988]、Pourciau[1993]は、経営者の交代があった前の期に利益増加型の利益調整が行われたかとの観点から分析を行ったのに対し、DeFond and Park[1997]は、経営者は自らの地位確保のために日頃から利益平準化を行うのではないかと、との観点から分析を行っている²⁷。同研究では、ジョーンズ・モデルにより推計した裁量的発生高を控除した利益調整前の利益とアナリストの予想利益の関係についての分析結果から、経営者は、アナリストの予想利益をベンチマークに利益平準化を行っている、との解釈を示している。

ロ. 債務契約に関する研究

(2)、(3)で紹介した債務契約に関する研究では、負債比率等を債務契約の財務制限条項に抵触する可能性を表わす代理変数とし、これと定性的な被説明変数との関係が分析されていた²⁸。ここでは、債務契約の財務制限条項に抵触

²⁷ Fudenberg and Tirole[1995]の理論研究では、経営者は自らの地位確保のために利益平準化を行うことが示されている。

²⁸ 前述のように、会計処理方法の選択に関する研究の問題点の1つとして Watts and Zimmerman [1990]は、説明変数が代理変数であった点を挙げているが、その典型例の1つが債務契約に関するインセンティブを検証するために用いられた、負債比率等である。この点に関して Duke and Hunt[1990]は、これまでの研究で財務制限条項の抵触可能性の代理変数として分析に用いられてきた変数(長期負債/純資産、総負債/純資産、非転換負債/純資産、長期負債/純有形資産、総負債/純有形資産、非転換負債/純有形資産、総負債/総資産)と、実際の財務制限条項の基準(拘束利益剰余金 restricted retained earnings: 留保利益のうち配当に充てることのできない部分、純有形資産、純資産、最小運転資本、流動資

しそうな（あるいは抵触した）企業の裁量的な利益調整額を推計することを通じ、こうした企業の利益調整行動を分析した研究を中心に紹介する。

Sweeney[1994]は、実際に財務制限条項に抵触した製造業企業と同規模同業種の企業をサンプルに、注記で開示される会計処理の変更に伴う影響額を比較し、財務制限条項に抵触した企業は利益増加型の利益調整を行っていた、との結果を得ている。また、利益調整は、財務制限条項に抵触することに伴うコストを負担する能力のない企業で行われていた、利益の減少をもたらすような会計基準の改定が行われた場合には、その適用を可能な範囲で遅らせるかたちで利益調整が行われていた、との結果も併せて示している。

また、裁量的発生高を用いた研究として、DeAngelo, DeAngelo and Skinner [1994]は、配当制限条項への抵触から減配したと思われる企業をサンプルとし、デアンジェロ・モデルにより推計された裁量的発生高や会計発生高を減配の前後で比較したが、債務契約仮説を支持する結果は得られなかった。もっとも、同研究は、サンプル企業の中に債権者との再契約、経営者交代²⁹等を行った企業が9割近くあり、これらの影響を排除できていない可能性がある点を問題点として指摘している。この点、DeFond and Jiambalvo[1994]は、財務制限条項に抵触した企業をサンプルとして、経営者の交代等の影響をコントロールするとともに、デアンジェロ・モデルよりも精緻なジョーンズ・モデルにより求めた裁量的発生高を用いて分析を行い、条項違反が生じる前年度において、利益増加型の利益調整が行われていた、との結果を得ている³⁰。

以上のように、財務制限条項に抵触しそうな企業や、実際に財務制限条項に抵触した企業をサンプルにした研究では、債務契約仮説を支持する結果が得られている。もっとも、これらの研究では、利益調整後の事後的な会計数値を用

産／流動負債、配当／純有形資産、負債／純資産）との順位相関から、それらの代理変数が財務制限条項に抵触する可能性をどの程度表わしているかを分析した。分析の結果、多くの組み合わせで、実証研究で用いられてきた代理変数は財務制限条項の基準と相関があるとの結果を得ている。同様に、Press and Weintrop[1990]でも、負債比率と財務制限条項の抵触可能性の関係を分析した結果、両者に有意な関係があるとの結果を得ている。

²⁹ DeAngelo, DeAngelo and Skinner[1994]は、経営者の交代に関連した利益減少型の利益調整には、交代後の経営者が、当期のボーナスは諦め、将来のボーナスを増加させることを目的として、損失をできるだけ前倒し、当期において認識するケース（ビッグ・パス）、交代前あるいは交代後の経営者が、「企業の危機を認識しておりそれに対処する準備がある」とのシグナルを債権者等に送ろうとするケース、の2つのケースが考えられるとしている。なお、経営者の交代に関連した利益調整に関する研究については、前掲イ・報酬契約等に関する研究を参照。

³⁰ 同研究では、分析対象企業のうち、経営者交代や監査人による疑念表明がなされなかった企業においては、条項違反が発生した年度においても利益増加型の利益調整が行われたとの結果を得ているが、この分析結果に対する具体的な解釈はなされていない。

いて企業を分類しているため、利益調整に成功して財務制限条項に抵触しなかった企業がサンプルから抜け落ちるといった、サンプル抽出バイアスの問題がある可能性があり、結果の解釈には留意が必要である。

また、上記の研究は財務制限条項の存在を外生変数として扱っているが、外生変数として扱うことの妥当性については、コンセンサスが得られているわけではない。例えば、Begley and Feltham[1999]は、財務制限条項は、特に、経営者が債権者から株主への過度な富の移動を行うインセンティブが強い経営者の持株比率の高い企業で設けられる可能性を指摘している。

八．政治コストに関する研究

初期の会計情報作成プロセスにおける経営者のインセンティブに関する実証研究では、政治コストに関するインセンティブは、単に企業規模が大きいほど政府等外部からの介入等があるという大胆な仮定のもと、政治コストを表わす代理変数として企業規模が用いられて分析されていた。ここでは、裁量的な利益調整額等を推計することにより、種々の政治コストと利益調整の関係を直接分析した研究を紹介する。また、Watts and Zimmerman[1990]は、初期の実証研究の問題点として、政府規制等によって産業により認められる会計処理が異なるという事実が勘案されていない点を挙げているが、ここでは、独占禁止法や産業規制等の政府規制の影響下にある産業に焦点をあてた研究も紹介する。

(イ) 政府規制

政府が規制を行う場合、財務諸表のデータを用いることが少なくないが、政府規制により何らかの恩恵が得られている企業は規制の必要性をアピールするために、また、政府規制が行われることによって何らかの損失が見込まれる企業は、規制の対象となることを避けるために、利益減少型の利益調整を行うのではないかという問題意識に基づく研究がなされている。

例えば、Jones[1991]は、輸入制限措置の恩恵を享受できる企業の裁量的発生高をジョーンズ・モデルにより推計し、国際貿易委員会の輸入制限措置の存続に関する調査が行われる年度に、これらの企業が利益減少型の利益調整を行っていた、との結果を得ている。また、Key[1997]は、ケーブルテレビ業界の規制に関して議会が調査を行った年度には、ケーブルテレビ会社は利益減少型の利益調整を行っており、その大きさは、企業におけるケーブルテレビ事業の重要性や料金規制の影響の重要度と正の相関にある、との結果を得ている。さらに、D'Souza[1998]は、代表的な規制対象業種である電力企業をサンプルに、年金以外の退職給付債務(SFAS 106号)の計算プロセスにおける利益調整を同時方程式体系により分析し、相対的に競争力のない電力企業の方が疾病発生率を高く

して、利益を減少させる方向に年金以外の退職給付債務を計算している、との結果を得ている。また、Han and Wang[1998]は、電力企業同様に代表的な規制対象業種である石油産業を対象に分析を行い、1990年の湾岸戦争時、原油価格の高騰により利益増加の見込める石油会社が利益減少型の会計処理を行っていたとの分析結果を、裁量的発生高を用いた分析によって得ている。

また、政府規制が行われることによって何らかの損失が見込まれる企業は、規制の対象となることを避けるために、利益減少型の利益調整を行うとの問題意識に基づく研究がなされている。例えば、独占禁止法に関連した研究として、Cahan [1992]は、独占禁止法に関連して司法省もしくは連邦取引委員会から調査を受けた企業を対象として、裁量的発生高を用いて調査と利益調整の関係を分析し、そのような企業は、利益減少型の利益調整を行っていたとの結果を得ている。

(口) 金融機関における規制と会計調整

産業規制を対象とした分析の中でも、特に金融機関を対象に、会計数値の調整を分析した研究が数多く行われている。それらの研究では、金融機関に特有の規制である自己資本比率規制等に起因する経営者のインセンティブが分析されている。

例えば、Moyer[1990]は、自己資本比率が低い場合には、貸倒引当金算入額(LLP)、貸出金の償却(LCO)、有価証券売却損益(SGL)を通じて、自己資本比率を嵩上げするような調整が行われている、との結果を得ている。Scholes, Wilson and Wolfson [1990]も同様に、SGLによって自己資本比率に関する調整が行われている、との結果を得ている。さらに、Beatty, Chamberlain and Magliolo[1995]も、LLP、LCO、資産の売却、株式の発行等資本取引、によって自己資本比率に関する調整が行われている、との結果を得ている。しかしながら、Collins, Shackelford and Wahlen [1995]では、LLPや配当による自己資本比率に関する調整は行われているが、SGLによる調整は行われていないとの結果も得られており、SGLを通じた利益調整については、必ずしもコンセンサスが得られていないようである。

Blacconiere *et al.* [1991]は、S&Lにおいて、自己資本比率の計算にGAAPと規制会計(Regulatory Accounting Principles; 以下RAP)の選択適用が認められており、RAPを適用した方が相対的に自己資本比率が高めに出ることに着目して、RAPを適用する先の特徴について分析を行った。そして、財務報告としてGAAPでの開示義務がある株式会社形態のS&Lよりもこうした開示義務のない相互会社形態のS&Lの方がRAPを適用する、RAP適用前の自己資本

比率が最低ラインに近づくほど RAP を適用する、規制面での注目を集める規模が大きい S&L ほど RAP を適用する、以前に何らかの RAP を適用している S&L ほど RAP を適用する、との結果を得ている。

また、保険会社について、Petroni [1992]は、米国に本社を置く損害保険会社を対象に、保険金請求準備金 (Claim Loss Reserve ; 以下 CLR) を裁量的に調整することにより、IRIS (Insurance Regulatory Information System) 比率規制に影響を与えらるることに着目して、CLR と IRIS 比率の関係について分析を行った³¹。具体的には、IRIS 比率が基準を満たさなかった保険会社をサンプルに、CLR の予測誤差を裁量的な調整額と仮定して分析を行い、基準を満たさなかった年の前後で、CLR が過小評価されている、との結果を得ている。また、保険会社は再保険を利用することが多いが、再保険には IRIS 比率を改善させる効果があることが知られている。この点に関連して Adiel[1996]は、再保険にはリスク再保険 (RRI) とファイナンシャル再保険 (FRI) ³²があり、後者は実質的に保険契約ではなく融資契約であり、偶発事象の発生に対するリスク削減効果がない点に着目して分析を行い、その分析結果から、FRI が、IRIS 比率の調整を目的として利用されている、との解釈を示している。

(八) その他の政治コスト

政治コストの関する研究としては、上記 (イ) (ロ) のような政府規制を念頭に置いたもののほかに、損害賠償請求といった外部からの企業に対する圧力や、労働争議といった企業内部からの圧力も、広く政治コストとして捉えて、経営者のインセンティブとの関係を分析した研究も行われている。

Hall and Stammerjohan[1997]は、事故等の発生に伴う潜在的な損害賠償額が大きい石油産業の大規模企業 20 社を対象に裁量的発生高を推計し、こうした企業では、損害賠償請求に直面すると利益を下方に修正している、との結果を得ている。同研究では、こうした結果について、損害賠償額の決定の際に、企

³¹ 米国の保険会社は全国保険監督官協会 (NAIC) により、11 の IRIS 比率を開示することが求められているが、CLR を過小推計すると、剰余金 (surplus) を過大評価し、負債・費用を過小評価することになり、この結果、IRIS の指標のうち、5 つを必ず改善させ、1 つを通常改善させることになる (他方、当期の CLR の実績値と推定値 前期以前の CLR 実勢に基づいて算定の乖離幅は拡大するため、同乖離幅に連動する 1 つの指標は悪化する)。なお、CLR は現在発生している事象に起因して、将来発生すると予測される損失を表わしているが、実績値との乖離は 5 年後に開示されることになっている。

³² FRI は、保険契約の形態を取ってはいるが、再保険金と再保険料の差額を利息とした再保険料相当額の与信と同等の効果を持つという意味で、実質的には融資取引として捉えることが可能である。

業の業績が考慮されることを意識したものであると解釈している³³。Kasznik[1999]も、経営者が自発的に開示する予想利益から実際の利益が乖離する場合には、訴訟コスト等様々なコストが発生する点に着目し、利益調整と予想利益の関係を、両者が同時に決まるという同時方程式の体系で分析した。分析の結果、予想利益よりも利益が低い場合には、利益が増加するように調整を行っており、当該企業をフォローするアナリストが多い場合には特にその傾向が強い、との結果を得ている。

Liberty and Zimmerman[1986]は、経営者は、労働組合との賃金交渉に際して、賃金を抑える目的で利益を下方に調整しているのではないかとの問題意識から、裁量的発生高を計測し、利益調整額を賃金交渉の前後で比較したが、賃金交渉の前後で利益を下方に調整しているという結果は得られなかった。同様に、Moses[1987]は、企業が労働組合との賃金交渉を有利に進めるために、利益平準化を行っているのではないかという問題意識から分析したが、利益平準化と労働組合との賃金交渉の間に有意な関係は認められなかった³⁴。

二．税金に関する研究

税金に関するインセンティブを分析した初期の研究では、税務会計上で LIFO を選択するためには、財務会計においても LIFO を選択していなければならないという制約に着目して、棚卸資産会計における会計処理方法の選択と節税との関係を分析した研究が行われていた。ここでは、期首棚卸資産の取崩し(LIFO layer liquidation)³⁵と節税等に関するインセンティブを分析した研究、1986年米国税制改革法(Tax Reform Act of 1986; 以下、TRA1986)の適用に関連した経営者の節税行動を分析した研究、および徴税主体間で税率が異なる場合に、節税を目的として、税率の低い徴税主体のもとにある子会社等へ利益を移転させるといった調整が行われているか否かを分析した研究、を紹介する³⁶。

³³ ただし、Hall and Stammerjohan[1997]は、損害賠償により将来利益が減少することを見越した利益の平準化が行われていると解釈できる可能性にも言及している。

³⁴ 同研究は、業績の良い時には賃上げにつながりやすいが、業績の悪い時には賃下げが困難であるという非対称性を念頭に置いている。

³⁵ LIFO 適用企業における、棚卸資産の期末棚卸量が期首棚卸量より少ない場合の差額。

³⁶ なお、節税を目的に利益減少型の利益調整を行うと、財務報告の観点からは、当該企業が投資家から過小評価されてしまう可能性がある。こうしたトレードオフの関係に着目して、経営者が節税と財務報告のどちらを優先するかについて分析した研究がある。例えば、Cloyd, Pratt and Stock[1996]は、公開企業と非公開企業へのアンケート調査結果を比較して、公開企業の方が非公開企業よりも財務報告を優先するとの結果を得ている。また、Klassen[1997]は、実効税率が高い場合、経営者持株比率が高く市場圧力を受けにくい企業の方が、財務報告よりも節税を優先した資産管理(売却)を行うとの結果を得ている。

(イ) 棚卸資産

棚卸資産の評価方法として、LIFO を採用している企業は、(継続的な物価上昇を仮定すると)帳簿価格が時価よりも低いままで計上されている期首棚卸資産の取崩しを通じて、納税額に影響を与えるようなかたちで利益調整を行うことが可能になる。

こうした点に着目して、Dhaliwal, Frankel and Trezevant[1994]は、LIFO採用企業における期首棚卸資産の取崩しを通じて税金、予想利益との乖離の調整、債務契約、といったインセンティブから利益調整が行われるとの仮説を分析した。そして、期首棚卸資産の取崩しに関するダミー変数とそれぞれのインセンティブに関連する変数の関係を分析し、いずれの仮説も支持する結果を得ている。しかしながら、Hunt, Moyer and Shelvlin [1996]は、LIFO採用企業における期首棚卸資産の取崩しに関して、変数間の相互関係を制約式としたコスト関数³⁷の最小化問題により導かれる同時方程式により、期首棚卸資産の取崩しに関する定量的なデータを用いて分析を行った結果、予想利益との乖離の調整、債務契約に関しては Dhaliwal, Frankel and Trezevant [1994]と同様の結果が得られたものの、税金に関する利益調整が行われているという結果は得られていない。

(ロ) 米国税制改革法

TRA1986 の適用により、1987 年より、法人税に関する税率が段階的に下げられたほか、新たに代替最小課税 (Alternative Minimum Tax; 以下、AMT) が導入された。

法人税の減税に着目した研究として、Scholes, Wilson and Wolfson[1992]は、TRA1986 によって 1987、88 年と段階的に税率が引き下げられたことに着目し、時系列モデルにより売上総利益とその他一般管理費のうち裁量的な部分を推計し、節税を目的とする利益調整が行われていたか否かという点について分析した。そして、売上総利益を先送りすることにより、企業は税金の調整を行っているが、その他一般管理費による調整は行われていない、との結果を得ている。また、同研究では、この節税を目的とした利益調整は、規模の小さな企業ではあまりみられないとの結果を得ているが、この点について、規模の小さな企業は、税金調整の技術が乏しいことや、財務報告に重点を置いていることに

³⁷ Hunt, Moyer and Shelvlin[1996]は、2 期間に亘る純利益、株主資本等の最適点からの乖離の 2 乗和 (2 次近似) をコスト関数としているが、同研究でも認めているように、コスト関数の形状に関しては、必ずしも普遍性があるわけではない。

よるものである、と解釈している。Guenther[1994]は、裁量的短期発生高³⁸を用いた分析により、TRA1986の適用前に利益減少型の調整が行われており、この利益調整は、規模の大きい企業、負債比率の小さい企業、経営者の持株比率の高い企業で大きい、との結果を得ている。

AMTは、当時の税制下において、経済的な利益を得ているにもかかわらず法人所得税が課されていない企業があることが問題視され、課税所得の概念を拡大して、通常の法人所得税に追加的に課税することを目的に導入された税制である。AMTの課税ベースの計算過程においては、会計上の税引前利益が小さければ小さいほど、AMTの課税ベースも小さくなる関係にあったことから、こうした点に着目した調整を行うことが可能であった³⁹。

この点に関し、Boynton, Dobbins and Plesko[1992]は、AMTの課税申告データを用いて、AMT対策として利益調整が行われる以前の利益額⁴⁰に基づいてサンプル企業を分類し、それぞれのグループの裁量的発生高を比較した。そして、TRA1986により、利益調整が行われる前の利益額でみてAMTを払う必要があった企業は、1987年に利益減少型の調整を行っているとの結果を得ている一方で、1986年には利益調整を行っているとの結果は得られておらず、1987年の会計上の利益を1986年に前倒しで認識する形での利益調整が行われたことは確認されていない。しかしながら、利益調整の代理変数として、会計利益と税務上の利益との差額を会計上の利益でデフレートした指数の前年差⁴¹を用いて、1986年時点で1987年よりAMTが新たに課される可能性が高い企業(実効税率が23%以下)を対象に分析を行った Dhaliwal and Wang [1992]や、BIA (Book Income Adjustment)⁴²および税金の繰延が正の値であった企業を対象を絞り分析を行った Wang[1994]では、1987年の会計上の利益を1986年に前倒しで認識する形での利益調整が行われていたとの結果を得ている。

³⁸ 会計発生高を税金計算に関係がある短期発生高 (current accrual) とそれ以外の長期発生高 (non current accrual) に分け、短期発生高につき Jones モデルに類似したモデルを用いて裁量的短期発生高を推計している。なお、短期発生高は以下の式によって定義される。

$$\begin{aligned} \text{短期発生高} &= (\text{売掛金} + \text{棚卸資産} + \text{その他流動資産}) \\ &\quad - (\text{買掛金} + \text{未払税金} + \text{その他流動負債}) \end{aligned}$$

³⁹ 実際の AMT は、以下のように計算される。課税所得に課税所得上の優遇措置額を足し戻し、予備的 AMT 用課税所得 (preliminary AMT income) を求める、財務会計上の税引前利益から予備的 AMT 用課税所得を差し引き、その 50%である BIA (Book Income Adjustment) を求める、BIA を予備的 AMT 用課税所得に加え、4 万ドルを控除し、AMT 課税所得を求める、AMT 課税所得の 20%から法人税を差し引き、AMT を求める。

⁴⁰ Jones モデルによって裁量的発生高を推計し、利益全体から控除することにより計算している。

⁴¹ 会計と税務利益の差額は AMT と正の相関にあることが知られている。

⁴² 脚注39参照。

(八) 徴税主体間での裁定のための利益移転

これまでみてきた利益調整は、同一企業内での異時点間に亘る利益調整であったのに対して、同一時点で異なる徴税主体のもとにある同一グループ内企業の間で利益を移転させることにより、節税を目的とした利益調整が行われているか否かを分析した研究もなされている。

国により法人税率が違うことに着目し、多国籍企業で国際的な会計上の利益移転を通じた節税が行われているか否かを分析した研究の多くでは、多国籍企業は税率の高い国から低い国へ会計上の利益を移転しており、特に、TRA1986によって米国の税率が相対的に低くなったことに伴い、1987年以降はそれ以前と比較して、多国籍企業が他国から米国へ会計上の利益を移転しているとの結果が得られている。主な研究としては、主要先進国の税率とROEの変化の関係を分析した Klassen, Lang and Wolfson [1993]、米国への納税額を用いて分析を行った Harris[1993]、国別納税額を用いて分析を行った Jacob[1996]、Collins and Shackelford[1997]、実効税率と国別納税額の関係から分析を行った Collins, Kemsley and Lang [1998]が挙げられる。さらに、これらの研究のうち Jacob[1996]は、グループ企業内取引によってグループ企業全体の納税額が調整されていること、Collins and Shackelford [1997]は、配当、ロイヤルティ、管理手数料の支払いを通じて他国におけるグループ企業との間で利益移転が行われていること、を示す結果を得ている⁴³。

また、国際的な利益移転だけではなく、州際的な利益移転を分析した研究として、Klassen and Shackelford[1998]がある。同研究は、企業レベルでの州ごとの納税に関するデータが入手不可能であるため、州全体レベルでの納税額データを用いて、米国、カナダの州際的な利益移転に関して分析を行い、売上高による調整が行われており、特に、スロー・バック・ルール(Throw Back Rule)⁴⁴のある州からない州へ売上高を移転させることにより、州際的な利益移

⁴³ Collins, Kemsley and Lang [1998]は、外国から移転された利益および米国で発生した利益のそれぞれと株価との関連性を分析し、投資家がこれらの利益を区別して評価しているとの結果を得ている。

⁴⁴ 州による法人所得税は、商品を出荷した州ではなく、実際に売上があった州において課税される。ただし、売上が発生したと認められるためには、売上が発生した州において、従業員の常駐や企業の資産があるなど実際に企業活動が行われていることが必要である。スロー・バック・ルールとは、そうした企業活動が認められない場合には、商品を出荷した州で売上が発生したとみなすルールである。このため、スロー・バック・ルールがない州から出荷された商品の売上のうち、企業活動が行われていると認められない州で発生した売上には、いずれの州からも課税されない一方で、スロー・バック・ルールがある州においては、こうした売り上げに対しても当該州より課税されることになる。

転が行われている、との結果を得ている。また、Petroni and Shackelford [1999] は、保険会社（損保・生保）については、州ごとに支払う税金のデータが企業レベルで入手可能な点に着目して分析を行い、州際的な利益移転が行われている、との結果を得ている。

さらに、Beatty and Harris[2001]は、銀行の子会社間におけるグループ全体レベルでの利益調整についての分析結果から、有価証券を売却する際には税率の低い子会社銀行で売却される傾向にあり、グループ全体で節税を目的とした利益調整を行っている可能性があるとの解釈を示している⁴⁵。

ホ．株価誘導に関する研究

本節（３）で紹介した会計処理方法の選択に関する研究では、「無効果仮説」が一般に受け入れられ、企業価値に影響を与えない会計処理方法の変更は株価に影響を与えないと考えられていたこともあり、Watts and Zimmerman [1990] が指摘するように、「会計数値に直接依拠しているわけではないが、会計処理方法の選択が株価等を通じて間接的に影響を及ぼす契約」が、明示的には勘案されていなかった。しかしながら、効率的市場仮説に対する疑問が高まるにつれ、経営者の効用と株価の水準が密接につながっている場合、すなわち、ストックオプション等の報酬契約によって株価の水準に従って経営者の報酬が変化する場や、マネジメント・バイアウト（MBO）のように株価が低いほど経営者の株の購入が有利に進められる場合においては、経営者は自らの効用を高めるために機会主義的な会計処理を行う可能性があり、また、公募増資や株式交換による企業買収等、株価が企業の契約コストに影響を与えるような場合においては、経営者はこうしたコストを引き下げるために、利益増加型の利益調整を行う可能性があると考えられるようになった。こうした株価誘導を意図した経営者の利益調整に関する研究は、1990年代に入り盛んに行われるようになった。また、これらの研究においては、利益調整のインセンティブだけではなく、こうした利益調整に対する市場の評価を併せて検証している研究も少なくない。

（イ）株価誘導を意図した利益調整に関する研究

DeAngelo[1986]は、MBOの際には株価が低いほど経営者にとって有利な条件で株式の購入が可能になるため、経営者は利益を下方に調整するインセンテ

⁴⁵ なお、子会社間での利益調整ということではなく、個別行における有価証券の売却益を用いた利益調整一般について分析した研究では、Scholes, Wilson and Wolfson[1990]、Collins, Shackelford and Wahlen[1995]が、利益調整が行われているとの結果を得ている一方で、Beatty, Chamberlain and Magliolo [1995]、Beatty and Harris [1999]では、利益調整は行われていないとの結果を得ている。

イブがあるとの仮説を立て、MBO を実施した企業の裁量的発生高をデアンジェロ・モデルによって推計し、その推移を分析しているが、MBO に先立って利益調整が行われているとの結果は得られていない。しかし、Perry and Williams [1994]が、デアンジェロ・モデルよりも精緻な Jone モデルによって推計した裁量的発生高を用いて同様の分析を行ったところ、MBO を実施した企業は、利益を下方に調整していたとの結果が得られている。

また、Erickson and Wang[1999]は、株式交換による企業買収の前に利益増加型の利益調整が行われているとの結果を得ている。こうした結果について、同研究は、株式交換による企業買収では、株式の交換比率は相対的な株価に依存し、自企業の株価が高い方が買収を有利に進められるため、株価を上げようとする意図が働いた結果である、と解釈している。なお、同研究では、利益調整の大きさが買収の規模と正の相関にある、との結果を得ている。

さらに、公募増資の後に当該企業の株価のパフォーマンスが市場全体と比較して悪いことを受けて、公募増資にあたり株価の誘導を目的とした利益調整が行われているのではないかと問題意識から分析を行った研究がある。例えば、Teoh, Welch and Wong[1998a]は、裁量的発生高を用いて公募増資に関する分析を行い、公募増資する前に裁量的発生高が増加しており利益調整が行われていること、さらに、こうした裁量的発生高の額が大きいほど公募増資後の株価の収益率が小さくなっていること、を示す結果を得ている。同様に、Rangan[1998]も、公募増資に関して修正ジョーンズ・モデルと Kang and Sivaramakrishnan [1995]のモデルにより分析を行った結果、公募増資の期間には利益増加型の利益調整が行われており、市場はこのような利益調整に誘導され、公募増資企業の株式を過大に評価している、との結果を得ている。

同様に、株式の新規公開（IPO）後における IPO 企業の株価のパフォーマンスが市場全体と比較して悪いことに関連して⁴⁶、IPO 時に株価の誘導を目的とした利益調整が行われているのではないかという問題意識に基づく研究が Teoh, Wong and Rao[1998]、Teoh, Welch and Wong [1998b]等によって行われている。例えば、Teoh, Welch and Wong[1998b]は、IPO を実施した企業を対象に、IPO を実施した年度から 6 年度分の裁量的短期発生高を推計したところ、経営者は、IPO が行われる年から数年間は利益増加型の利益調整を行っている、との結果

⁴⁶ ファイナンス研究の分野では、Ritter[1991]、Loughran and Ritter [1995]は、同時期の他の企業における収益率と比較して、IPO 後における IPO 企業の収益率が低いとの分析結果を得ており、さらに Brav and Gompers[1997]は、ベンチャーキャピタルが後ろ盾となっていない IPO 企業（モニタリングが相対的に弱い企業）は、IPO 企業の中でも IPO 後の収益率が特に低いとの分析結果を得ている。

を得ている。また、同研究では、IPO が行われた年以降も利益調整が続けられるとの結果について、IPO の資金調達コスト削減のほか、経営者の自社株売却や株主訴訟回避のために株価を高水準で維持する必要があるため、と解釈している。さらに、同研究は、実際に株価がこうした利益調整によって誘導されている、との結果を得ている。このような分析結果について、同研究は、IPO の前には企業情報を伝えるメディアがほとんどなく、投資家と経営者の間で情報の非対称性が大きいいため、投資家は会計情報に依存せざるを得ない状況にあることから、投資家が誘導されている、との解釈を示している⁴⁷。

(ロ) 粉飾決算と市場評価に関する研究

GAAP の枠内の利益調整に関する研究ではないが、粉飾決算を行った企業の利益操作に関する研究も行われている。こうした研究では、経営者のインセンティブのほか、粉飾決算に対する市場の評価についても分析されている。

Dechow, Sloan and Sweeney[1996]は、GAAP を逸脱して粉飾決算を行った企業をサンプルとし⁴⁸、同規模のコントロール企業と比較することを通じて、粉飾決算企業は利益増加型の会計処理を行っていること、会計発生高、裁量的発生高が粉飾を開始した年度以降は低下傾向にあること、粉飾決算企業は資金調達条件の改善、財務制限条項抵触の回避、株価連動型報酬の向上といったインセンティブにより粉飾決算をしていること⁴⁹、を示す分析結果を得ている。また、同研究は、粉飾決算の公表に対する市場の反応に関する分析も併せて行っており、粉飾決算の発覚以前には、経営者が利益操作により当該企業の株価を上昇させることに成功していた一方で、粉飾決算の事実が公表された時にビッド・アスク・スプレッドが著しく拡大したとの結果を得ている。そして、同研究は の結果について、資金調達コストが増加する形で市場よりペナルテ

⁴⁷ なお、Dechow, Hutton and Sloan[2000]は、公募増資の後に当該企業の株価のパフォーマンスが市場全体と比較して悪いという点に関連して、公募に関連のある投資銀行等のアナリストが自社の株式売買を有利に行うために、過度に楽観的な予想利益を公表しているか否かについて分析している。分析の結果、公募に関連のある投資銀行等のアナリストは、他のアナリストよりもより楽観的な利益成長に関する予想を行っているとの結果を得ている。また、同研究では、公募増資に関連のある投資銀行等のアナリストの予想利益が株式リターンと関連性を有しており、こうしたバイアスのかかった予想が投資家の間に浸透しているとの結果も得られている。

⁴⁸ 米国では、企業が1934年証券取引所法の財務報告規定に違反して利益操作を行った場合、SECはその企業を摘発・処罰し、その詳細を『会計と監査に関する執行措置通牒 (Accounting and Auditing Enforcement Release: AAER)』で公表している。ここでのサンプルも、AAERから抽出されたものである。

⁴⁹ さらに、Dechow, Sloan and Sweeney[1996]は、社外取締役が少ない、CEOが取締役会の代表である、CEOが創設者である、監査役会がない、社外大株主がいない、監査法人がBig8でない、と利益操作が起こりやすいとの分析結果を得ている。

ィを科せられたため、と解釈している。

同様に、Feroz, Park and Pastena[1991]は、GAAPを逸脱した粉飾決算が当該企業に対する市場の評価にどのような影響を与えるかについて分析し、財務報告上の違反（reporting violation）によって、当該企業の将来利益に関するアナリスト予測の精度が悪化していること、当該企業の株価にマイナスの異常リターンが発生し、この異常リターンは利益の改訂額と正の相関があるとの結果を得ており⁵⁰、粉飾決算の結果、当該企業に対し市場からペナルティが科せられていると解釈している。

4．会計の情報提供効果に着目した実証研究

（1）情報提供的な会計処理方法の選択に関する実証研究

1980年代を中心に行われた会計情報の作成プロセスにおける経営者のインセンティブに関する研究では、経営者が直接的あるいは間接的に自らの効用を最大化するような会計処理を選好することが想定されていた。しかしながら、1990年代半ば頃より、経営者は、報告企業と投資家等の間における情報の非対称性を縮小させる狙いから情報提供能力の高い会計処理方法を選択するインセンティブを有しているのではないか、という問題意識に基づく研究が行われるようになっていく⁵¹。

Bartov and Bodnar[1996]は、米国の外貨換算会計（SFAS 52号）において、経営者が、外国子会社等の会計で用いる機能通貨として米ドルを選択している場合には、会計処理にテンポラル法⁵²を、現地通貨を選択している場合には、会計処理にカレント・レート法⁵³を適用する傾向にあることに着目し、情報の非対

⁵⁰ この他、Feroz, Park and Pastena[1991]は、粉飾決算を行った企業のうち、72%の企業で経営者が交代している、42%の監査法人がペナルティを受けているがその傾向は規模の小さな監査法人で大きい、との分析結果を得ている。

⁵¹ 前述のように（脚注7参照）、Holthausen[1990]は、会計処理方法の選択に関して、会計情報作成プロセスにおける経営者のインセンティブを、効率契約的視点、機会主義的視点、情報提供的視点の3つの視点から整理したが、本節で紹介する研究はこれに該当するものである。なお、同研究では、1980年代には情報提供的視点から経営者のインセンティブを分析した研究が行われてこなかった理由について、情報提供的視点からの会計処理方法の選択と他の視点からの会計処理方法の選択を差別化できる分析対象が見出せていなかったからである、としている。

⁵² 外国子会社等の財務諸表において取得原価で測定されているものは、発生日あるいは取引日のレートで、時価で測定されているものは決算日レートで外貨換算する方法。なお、為替レートの変動による資産の評価差額はP/Lに反映される。

⁵³ 外国子会社等の資産・負債をすべて決算日レートで外貨換算する方法。なお、為替レートの変動による資産の評価差額はP/Lに反映されず、包括利益として認識される。

称性の大きい企業は、テンポラル法よりも情報提供機能が高いと考えられるカレント・レート法によって外貨換算が行われる現地通貨を機能通貨として選択するのではないかと、という点を検証している⁵⁴。具体的には、情報の非対称性の代理変数である 1 株あたり株式取引高と機能通貨として現地通貨を選択することの関係を分析し、1 株あたり株式取引高が少ない企業ほど、機能通貨として現地通貨を選ぶ傾向にある、との結果を得ている。同研究は、この分析結果について、企業は、情報の非対称性を小さくし取引コストを削減するために、情報提供能力の高い会計処理方法を選択する傾向がある、と解釈している。

また、Leuz and Verrecchia[2001]は、ドイツ企業を対象として、連結会計の準拠会計基準を、ドイツ会計基準から情報提供能力が相対的に高いとされる国際会計基準や米国会計基準へと自発的に変更した企業について、こうした変更が情報の非対称性の縮小を通じて報告企業に何らかの恩恵をもたらしているか否かを検証している。分析の結果、連結会計の準拠会計基準を情報提供能力の高いとされる国際会計基準や米国会計基準へと変更することによって、 ビッド・アスク・スプレッドは小さくなり、 株式取引高は増加し、 株価のボラティリティは小さくなる、との結果を得ている。同研究は、これらの結果を、企業と投資家との間における情報の非対称性が減少したためである、と解釈している。

(2) 会計情報のシグナリング効果に関する実証研究

1980 年代後半の南米諸国の債務危機等に対して、米国の銀行は貸倒引当金を大幅に積み増したが、貸倒引当金を追加的に計上したという通常であればバッド・ニュースと考えられる情報に、当該銀行の株価がポジティブに反応するという、一見、矛盾するような現象が市場でしばしば観測された。そして、こうした現象に対しては、経営者の不良債権処理に対する積極的な姿勢（シグナリング）から、投資家が当該銀行の体力や将来的な収益性に関する情報を読み取ったためではないかとの解釈がなされ、これ以降、こうした観点に立った研究が行われている。

Elliott, Hanna and Shaw [1991]は、1987 年の南米の債務危機に対して、シティ・コープに追随して他の 45 行が行った貸倒引当金の積み増しに対して、株

⁵⁴ 同研究では、カレント・レート法がテンポラル法よりも情報提供能力が高い理由として、テンポラル法では為替レートの変動に伴うノイズが P/L に反映されるのに対し、カレント・レート法ではこうしたノイズが P/L に反映されないこと、多くの実証研究で、カレント・レート法のテンポラル法に対する相対的有用性を支持する結果が得られていること、等を挙げている。

価がポジティブに反応しているとの結果をイベントスタディによって得ている。同様に、Griffin and Wallach[1991]も、米国の大規模銀行 13 行をサンプルにイベントスタディを行い、株価は貸倒引当金以外のバッド・ニュースにはネガティブに反応するが、貸倒引当金の積み増しにはポジティブに反応するとの結果を得ている。また、Beaver *et al.* [1989]は、銀行について、株価と貸倒引当金残高 (ALL) の関係を分析し、ALL が多いほど株価が高いとの結果を得ている⁵⁵。

こうした株価と貸倒引当金の関係をより詳細に分析するために、モデルによって貸倒引当金を経営者の裁量による部分と非裁量の部分に分解し、それぞれの部分と株価との関係を分析する研究が、Wahlen[1994]、Beaver and Engel[1996]、Liu, Ryan and Wahlen [1997]等によって行われている。例えば、Wahlen[1994]は、貸倒引当金算入額 (LLP)、不良債権の変化額 (NPL)、貸出金償却 (LCO) の裁量的な部分をモデルにより推計し、裁量的な LLP は裁量的な NPL、LCO と併せて評価されてはじめてグッド・ニュースになるとの結果を得ている。また、Beaver and Engel[1996]は、裁量的な LLP と ALL について推計し、裁量的な ALL や LLP は投資家からプラスに評価されているのに対して、ALL や LLP 全体ではマイナスに評価されている、との結果を得ている。さらに、Liu, Ryan and Wahlen [1997]は、銀行を危険度によって分類したうえで、四半期データによって LLP に関する投資家の評価を分析し、裁量的な LLP は、危険度の高い銀行の第 4 四半期においてのみグッド・ニュースとして投資家から判断される、との結果を得ている。同研究では、この分析結果を、第 4 四半期においては、監査の関係から機会主義的な裁量行為が難しいことを投資家が知っているためではないかと解釈している。

このような分析結果に対して、Griffin and Wallach[1991]、Beaver and Engel [1996]は、経営者からのシグナリングが投資家から評価されたためとの解釈をしている。また、シグナリング効果についての分析を試みた Wahlen[1994]や Liu, Ryan and Wahlen[1997]は、経営者の裁量的な引当金は実際に将来キャッシュ・フローと関連しているとの結果を得ている。例えば、Wahlen[1994]は、裁量的な NPL、LLP、LCO と将来キャッシュ・フローの相関を分析し、裁量的な NPL、LLP、LCO による利益調整額は将来キャッシュ・フローと正の相関にあるとの結果を得ている。ただし、Liu, Ryan and Wahlen[1997]は、引当金の積み増しが投資家からグッド・ニュースとして評価されるのは、NPL、LLP、

⁵⁵ この点、銀行ではなく貯蓄金融機関 (thrift) について同様の分析を行った、Barth, Beaver and Stinson [1991]では、株価と貸倒引当金残高の間には有意な関係を示す結果は得られていない。

LCO による利益調整額と将来キャッシュ・フローが正の相関にあるからではなく、引当金の積み増しに伴う銀行の実体的なリスク削減効果に対する評価との解釈も可能なため、シグナリング効果とは断定できないとの見方を示している。

この他、Beatty and Harris[1999]は、銀行を株式公開銀行と非公開銀行に分け、有価証券に関する部分的公正価値会計（SFAS 115 号）が適用される以前の有価証券の売却について、当期の利益のうち売却利益（SGL）が占める割合と、次期の利益の関係を分析した。分析の結果、株式公開銀行では、裁量的な SGL は来期の SGL を控除した利益と正の相関にあり、当期の SGL は次期の業績に関する先行指標となっているとの結果が得られたが、株式非公開銀行については、こうした関係が観察されなかった。同研究は、この分析結果につき、株式公開銀行における利益調整には、将来情報の提供という目的があり、利益調整によって会計情報の情報提供能力が落ちるとの指摘に対する反論材料になるとの解釈を示している。

さらに、Francis, Hanna and Vincent [1996]は、一般企業を対象に資産の償却に対する投資家の評価を分析し、投資家はリストラ費用の償却をプラスに評価しているとの結果を得ている。同研究は、この分析結果につき、断定的なことはいえないものの、投資家がリストラ費用の償却を企業の将来の収益増に関するシグナリングとして捉えているようであると解釈している。

5 . 自発的開示に関する実証研究

企業は、GAAP によって会計情報の開示が義務づけられているほか、企業活動に関する情報について自発的開示（voluntary disclosure）を行う裁量が認められている。米国の会計学界で自発的開示に関する研究の重要性が認識され始めたのは、1980 年代に入ってからであるが、ここ 10 年で数多くの研究がなされるに至っている。以下では、こうした研究のうち、自発的に開示される情報の作成・開示プロセスにおける経営者のインセンティブについての実証研究を取上げる⁵⁶。まず、（1）では会計上の業績に関連する研究をみたうえで、（2）では会計数値に限らない、より広い意味での自発的開示に関連する研究についてみていく。

⁵⁶ 自発的開示に関する実証研究の全般的なサーベイとしては、Healy and Palepu [2001]を参照。

(1) 業績と自発的開示の関係に関する実証研究

以下では、業績の良い企業の経営者の方が、自発的開示を行うインセンティブを有しているのではないかという問題意識から、経営者の開示プロセスにおけるインセンティブを分析した研究を紹介する。

Lev and Penman[1990]は、自発的な予想利益の開示を題材に業績と自発的開示の関係について分析し、特別に業績が良い場合に自発的に開示することを除くと、業績が良い企業が特に自発的に開示するわけではなく、また、開示後の株価の反応も、自発的開示企業と非開示企業の間で特に変わりはない、との結果を得ている。

他方、Skinner[1994]は、GAAPに基づく利益公表に先立って行われる自発的な利益情報開示は、利益の増加よりも減少に関する開示の方が多い、との結果を得ている。こうした結果につき、同研究は、訴訟リスク、経営者の資質に関する評判、等の理由から、経営者は利益の減少を即座に開示する傾向があると解釈している。同様に、市場にとってサプライジングな利益情報（利益が前期比でみて一定率以上変化した場合の情報）の正式公表以前に自発的に開示される情報に関して、定性的な情報を含めて分析を行った Kasznik and Lev[1995]も、Skinner[1994]と同様の分析結果を得ている。また、同研究では、併せてイベントスタディにより株価の反応が分析されており、自発的開示情報に株価が反応している、との結果を得ている。この点に関し同研究は、自発的開示情報に対して投資家が反応しているのは、自発的開示情報に利益の恒久的な変化に関する情報が含まれているからであり、企業は利益の恒久的な変化を認識したところで自発的開示を行う傾向があると解釈している。

これらに対して、分析対象を、特定の条件で行われた自発的開示に限定せず、自発的開示を行うインセンティブが少ないと考えられる期間、すなわち利益の変動が少ない期間に行われた自発的開示の頻度との対比で、その後数年間の包括的な自発的開示の頻度と実績利益との関係を分析した Miller[2002]では、業績が良くなるに伴って自発的開示の頻度が増え、逆に、業績が再び悪化すると、自発的開示の頻度は以前の水準に戻る、との結果を得ている。

以上のように、経営者が情報を自発的に開示するインセンティブについては、当該企業の業績との関係からは、必ずしも統一的な見解は得られていない。

(2) 自発的開示のインセンティブに関する実証研究

以下では、資本調達コストの削減、株価の誘導、訴訟リスクの削減といった

観点から、情報の作成・開示プロセスにおける経営者のインセンティブを分析した研究を紹介する。

企業が自発的開示を充実させることにより、企業の資金調達コストが低下することを示した研究として、Botosan[1997]や Sengupta[1998]がある。例えば、Botosan[1997]は、背景情報、実績値の要約情報、主要な非財務情報、予測情報、経営者による討議と分析、の5つの観点から、企業が自発的に開示している情報に関する指標化を行い、開示レベルが高いほど、株式の資本調達コストが低下する、との結果を得ている。また、Sangupta[1998]は、同様の分析を負債について行い、やはり資本調達コストが低下する、との結果を得ている⁵⁷。こうした分析結果は、経営者が資本調達コストに起因する自発的開示のインセンティブを有していることを示唆していると考えられる。

また、自発的開示のインセンティブを株価の誘導との関係からより具体的に分析した研究として、Frankel, McNicholes and Wilson [1995]、Aboody and Kasznik [2000]が挙げられる。このうち、Frankel, McNicholes and Wilson [1995]は、資金調達と自発的開示のタイミングの関係について分析を行い、市場で資金調達を行う企業は、長期的には自発的な開示を行う頻度が高いが、資金調達の直前に特に開示を行うわけではないこと、さらに、自発的開示として提供される予想利益にも、機会主義的なバイアスがあるわけではない、との結果を得ている⁵⁸。同研究は、これらの分析結果について、潜在的なリーガルコストがバイアスのかかった開示を抑制していると解釈している。しかしながら、Aboody and Kasznik[2000]は、ストックオプションの付与に関して、自発的開示のタイミングや内容を分析し、定期的に経営者（CEO）にストックオプションを付与する企業では、経営者は付与後のストックオプションの価値を高めるために、付与前にバッド・ニュースを開示して、付与後にはグッド・ニュースを開示している、との結果を得ている。さらに、同研究は、こうした機会主義

⁵⁷ この他、Botosan and Plumlee[2002]は、自発的開示と株式による資金調達コストとの関係をより詳細に分析し、開示の形態により、資本コストへの影響が異なることを指摘している。具体的には、同研究では、年次報告書における開示レベルが高いほど資本コストは低下するが、適時開示（timely disclosure）では、開示レベルが高いほど、資本コストが上昇するという結果が得られている。そして、この点に関し、同研究は、適時開示による情報は、ノイズが大きく、株価のボラティリティを高めるためではないかと解釈している。さらに、同研究は、企業のIR活動は資本コストに影響を与えないとの結果を得ている。

⁵⁸ 自発的開示に関する研究ではないが、Frost and Kinney[1996]は、利益公表の頻度に関して、米国内で資金調達を行う必要性が大きい米国企業と米国内での資金調達を行う必要性が比較的小さい外国企業とで比較を行い、外国企業は、米国内での資金調達の必要性が小さいため、公表する情報の質が低く、タイミングも遅いとの結果を得ている。

的な自発的開示に、投資家が誘導されてしまっている、との結果を得ている⁵⁹。

また、自発的開示と訴訟の関係を具体的に分析した研究として、Francis, Philbric and Schipper[1994]、Skinner [1997]がある。このうち、Francis, Philbric and Schipper [1994]は、実際に訴訟を受けた企業と、利益が急落し潜在的には訴訟のリスクがあったが訴訟には至らなかった企業を比較することにより、訴訟を受けた企業は潜在的に訴訟のリスクがあった企業と比較して、バッド・ニュースに関する開示が少ない、との結果を得ている。また、Skinner[1997]は、訴訟の対象とされている時期の方が、自発的開示がより行われており、また、それらの開示情報はバッド・ニュースであることが多い、との結果を得ている。同研究は、この点について、訴訟コストの低下を目的としたものと解釈しており、実際、同研究は、タイムリーな開示を行うことにより訴訟コストが低減する、との結果を得ている。

6. おわりに

本稿では、会計情報の作成プロセスに介在する経営者の裁量が、どのようなインセンティブを背景にして、どのようなバイアスを会計情報にもたらす可能性があるのかという点を分析した実証研究をサーベイした。本稿でサーベイした研究、および各研究で得られた結論は広範多岐に亘っており、今回のサーベイ研究から何か統一的な結論を導き出すことは困難であるが、少なくとも、報酬契約、債務契約、政府規制、税金等、会計情報をその基礎とする私的あるいは社会的契約が、経営者に会計数値を調整する何らかのインセンティブを与えていることを示唆する研究が多くみられたことは指摘可能であろう。また、経営者は積極的に情報を開示するインセンティブを有しており、積極的な情報開示が企業に対して何らかのベネフィットをもたらすことを示唆する研究も少なからず出されている。

また、Dechow and Skinner[2000]は、利益調整に関して、会計学界が注目している分野と、会計に関する実務家、規制当局が注目している分野にずれがあ

⁵⁹ 自発的開示のインセンティブを直接分析した研究ではないが、Noe[1999]は、予想利益とそれに対応する内部者株式売買の関係から、経営者はインサイダー情報を利用して自社株を売買しているわけではなく、予想利益発表後に株を売買していること、その売買も通常想定される方向とは逆に、グッド・ニュースの場合には売却し、バッド・ニュースの場合には購入していることを示す結果を得ている。また、同研究では売買額が、その後の長期的な累積異常収益率と関連している一方で、実績利益と予想利益との誤差とは関連していないとの分析結果から、経営者による自社株売買は、短期的というよりも長期的な情報の優位性に基づいて行われていると解釈している。

るとしたうえで、実務家、規制当局の会計研究に対する需要を満たすためにも、ストックオプションやマネジメント・バイアウトのような、会計数値に直接依拠しているわけではないが、会計処理方法の選択が株価等を通じて間接的に影響を及ぼす契約に関する研究がさらに必要であると提言している。実際、本稿のサーベイ結果からも分かるように、近年の研究の特徴として、市場に関連するインセンティブと利益調整の関係に関する研究成果が急速に増えてきている。さらに、それらの研究は、会計学の学術誌のみならず、ファイナンスの学術誌に掲載されるなど、学際的な広がりをみせている。

しかしながら、会計情報と経営者のインセンティブに関する研究は、実体的な企業行動を伴わない、会計数値上の利益調整等に関する研究が中心であることが指摘可能であろう。本稿で紹介した研究の中には、実体的な企業行動を伴った利益調整等に関する研究もいくつかあるが、その数は限られているように思われる。

この点、わが国で昨今行われた一連の会計制度改革に関する企業の反応をみると、様々な企業行動が、会計上の数値に起因するインセンティブを背景に行われているように窺われる。例えば、2000年度から「金融商品に係る会計基準」によって金融商品の一部に時価会計が導入されたことを受けて、持ち合い株式の売却が促進されたり、2000年度から「退職給付に係る会計基準」によって退職給付債務等の評価方法が変更にされたことを受けて、企業年金改革が促進されたりしている。また、このような実体的な企業行動を伴った会計数値の調整は、会計処理上の調整よりもその経済的影響が大きいことも予想され、それゆえ、会計に関する実務家、規制当局の関心も高いと考えられよう。

Ball and Foster[1982]は、会計学における実証研究を、「財務データを用いた会計上の数値の利用もしくは作成プロセスに関する研究」と定義している。この定義から考えると、実体的な企業行動を伴った利益調整等に関する研究は、部分的には会計学の研究であるが、部分的には経済学の研究にあたるかもしれない。それゆえ、今後、会計研究に対する社会的な需要を満たすためにも、会計学の枠組みに囚われず、より学際的な研究を一層進めていくことが重要であると思われる。

以上

補論：裁量的発生高の推計モデル

裁量的な利益の調整額を推計する方法には、大別すると、恣意的な調整を受けやすい会計処理項目を個別に検討して、それぞれの影響額を足しあげて推計する方法と、モデルにより裁量的発生高を推計する方法、がある。の方法では、現実的に裁量的な部分と非裁量的な部分を区別することが困難であることが少なくない、という問題がある。また、の方法では、裁量的な利益調整額をすべてカバーできる可能性はあるが、モデルの妥当性に関する問題がある。近年、ほとんどの研究での方法が用いられているため、以下では、の方法で用いられるモデルおよびそれらの妥当性を検討した研究を紹介する。なお、企業間や年度間で比較可能性を保つために、モデル内の変数はすべて期首の総資産額でデフレートされている。

(1) 裁量的発生高の推計モデル

イ．ヒーリー・モデル

このモデルは Healy[1985]で提示されたもので、各年度の会計発生高を算定したうえで⁶⁰、会計発生高の平均値が非裁量的発生高に等しくなる、つまり、会計発生高が平均値を中心とし、ノイズのみによって変動するような時系列プロセスに従うと仮定している。そのうえで、同モデルでは、会計発生高と非裁量的発生高との差として裁量的発生高を求めている。

ロ．デアンジェロ・モデル

このモデルは DeAngelo[1986]で提示されたモデルで、非裁量的発生高が前期の会計発生高と等しくなる、つまり、会計発生高がランダムウォークに従うと仮定している。そのうえで、同モデルでは会計発生高と非裁量的発生高との差として裁量的発生高を求めている。

⁶⁰ 会計発生高は、会計計算の過程を通じて生じる会計上の報告利益とキャッシュ・フローの差額であるが、ほとんどの研究では、貸借対照表から間接的に以下のように計算されている。

$$\text{会計発生高} = (\text{売上債権} + \text{棚卸資産} + \text{仕入債務} - \text{未払法人税} - \text{減価償却費})$$

なお、Hribar and Collins[2002]は、合併・統合、企業分割、子会社による外国での活動等がある場合には、利益には影響を及ぼさずに流動資産の額が変化してしまうため、上記のように間接的な手法によって算出した会計発生高を用いた分析は、ミスリーディングな結果になる可能性があることを指摘している。

ハ．産業モデル

産業モデルは Dechow and Sloan[1991]で提示されたモデルで、非裁量的発生高 (NDA) は同業他社の会計発生高 (TA) の中央値 ($median_t(TA)$) によって説明されるとしている。

$$NDA_t = \hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 median_t(TA_t)$$

ただし、 $\hat{\gamma}$ は次式によって推定されるパラメータである。

$$TA_t = \gamma_1 + \gamma_2 median_t(TA_t) + \varepsilon_t$$

そのうえで、同モデルでは、会計発生高から非裁量的発生高を差し引いた残差として裁量的発生高を求めている。

ニ．ジョーンズ・モデル

ジョーンズ・モデルは、Jones[1991]で提示されたモデルであり、会計発生高のうち、売上高 (REV : 企業固有の経済環境変化の影響を表わす代理変数) や償却性資産 (PPE : 企業固有の償却義務等の影響を表わす代理変数) によって説明される部分が非裁量的発生高であり、裁量的発生高は会計発生高から非裁量的発生高を差し引いた残差として表わされる。

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 \Delta REV_t + \hat{\alpha}_3 PPE_t$$

ただし、 $\hat{\alpha}$ は次式によって推定されるパラメータである。

$$TA_t = \alpha_1 + \alpha_2 \Delta REV_t + \alpha_3 PPE_t + \varepsilon_t$$

ホ．修正ジョーンズ・モデル

修正ジョーンズ・モデルは、Dechow, Sloan and Sweeney[1995]で提示されたモデルで、ジョーンズ・モデルが、売上高が裁量的にコントロールされる可能性があるにもかかわらず、売上高をすべて非裁量的と仮定している点を改善している。具体的には、ジョーンズ・モデルにおける売上高の代わりに、売上高のうち裁量的調整がなされる可能性のある売上債権 (REC) を売上高から控除したものを、説明変数として用いている。修正ジョーンズ・モデルを定式化すると次のようになる。

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \hat{\alpha}_3 PPE_t$$

ただし、 $\hat{\alpha}$ は次式によって推定されるパラメータである。

$$TA_t = \alpha_1 + \alpha_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 PPE_t + \varepsilon_t$$

(2) 裁量的発生高の推計モデルの検証に関する研究

Dechow, Sloan and Sweeney[1996]は、ヒーリー・モデル、デアンジェロ・モデル、産業モデル、ジョーンズ・モデル、修正ジョーンズ・モデルを比較し、通常の財務状況のサンプルに対しては、いずれのモデルも特定化の面では良いが、検出力は弱いこと、極端な財務状況のサンプルにおいては、いずれのモデルも特定化に関しても良くないこと、修正ジョーンズ・モデルが検出力に関しては最も優れていること、を示す結果を得ている⁶¹。

また、利益調整に関する2つの仮説(パフォーマンス・メジャー仮説⁶²、利益平準化仮説)に対する、上記5モデルの検出力を比較したGuay, Kothari and Watts[1996]では、ジョーンズ・モデル、修正ジョーンズ・モデルで推計した裁量的発生高を用いた分析が最も検出力が高いとの結果を得ている。ただし、同研究では、会計発生高をランダムに裁量的発生高と非裁量的発生高に分解することによって推計した裁量的発生高も、上記5モデルと同様の検出力を有するとの結果も得ており、検出力という観点からみた場合、いずれのモデルの妥当性も疑問である、と指摘している⁶³。

さらに、監査法人による利益調整に関する指摘があったときに裁量的発生高を検出できているのかという観点から、上記5モデルの検出力を比較したBartov, Gul and Tsui[2001]は、クロスセクションのジョーンズ・モデル、修正ジョーンズ・モデルが、利益調整の検出力が高いとの結果を得ている⁶⁴。

以上から、既存研究で用いられている裁量的発生高の推計モデルの妥当性については議論があり、新たな分析手法が近年提案されてきているところではあ

⁶¹ 具体的には、特定化に関するテストとしては、ランダムなサンプルで利益調整が行われているとの帰無仮説を棄却できるかを分析した。また、検出力に関するテストとしては、実際の報告利益に一定の発生高を分析者が加え、その数値を検出できるかを分析した。

⁶² 経営者が、企業価値に見合った水準に利益を調整して公表し、投資家とのコミュニケーションを深めるとの仮説を指す。

⁶³ もっとも、Healy[1996]は、Guay, Kothari and Watts[1996]の研究について、経営者による利益調整のインセンティブを投資家に対する情報提供という点に特定しているが、他のインセンティブも考えられること、ジョーンズ・モデル、修正ジョーンズ・モデルによって、パフォーマンス・メジャー仮説と利益平準化仮説を説明できる裁量的発生高を推計できたのは、パネル分析という分析の特性に理由があるかもしれないこと、裁量的発生高は一時的な利益であり、非裁量的発生高は恒久利益であるとの関係を仮定していること、投資家が裁量的発生高と非裁量的発生高を区別することが可能であるという、強度の効率的市場を仮定していること、などの点を批判している。

⁶⁴ Francis and Krishnan[1999]は、監査法人による修正要求(modified opinion)と会計発生高の関係をプロビットモデルで分析した結果、会計発生高の大きい企業の方が修正要求を受ける可能性が大きいとの結果を得ている。

るが⁶⁵、裁量的発生高の推計モデルとしては、ジョーンズ・モデル、修正ジョーンズ・モデルが相対的に支持を受けていると思われる。

⁶⁵ 例えば、ヒストグラムによる分析手法が挙げられる。ヒストグラムによる分析手法とは、会計上の利益と特定のベンチマークとの乖離を期首時点での市場価格等でデフレートした値をクロスセクションでヒストグラムにし、分布に断絶があるか否かという観点から利益調整の有無を検証する手法である。このような分析手法は、裁量的発生高を推計する際の測定誤差の問題を回避できるとの利点があり、例えば、Burgstahler and Dichev [1997]、Degaorge, Patel and Zeckhauser[1999]等で利用されている。

また、Kang and Sivaramakrishnan[1995]は、操作変数法、GMM（一般化積率法）による裁量的発生高の算定の必要性を示唆し、実際、操作変数法、GMMが特定化（specification）および検出力の両面で代表的な裁量的発生高の推計モデルであるジョーンズ・モデルよりも優れているとの結果を得ている。

参考文献

- Aboody, D. and R. Kasznik, "CEO Stock Options Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures," *Journal of Accounting and Economics* 29, 2000, pp.73-100.
- Adiel, R., "Reinsurance and the Management of Regulatory Ratios and Taxes in the Property-Casualty Insurance Industry," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 207-240.
- Ball, R., "Changes in Accounting Techniques and Stock Prices," *Journal of Accounting Research* 10 supplement, 1972, pp.1-38.
- , and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research* 6 Supplement, 1968, pp.159-178.
- , and G. Foster, "Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research," *Journal of Accounting Research* 20 Supplement, 1982, pp.161-234.
- Barth, M.E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman, "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting; Another View," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.77-104.
- , , and C. H. Stinson, "Supplemental Data and the Structure of Thrift Share Prices," *Accounting Review* 66, 1991, pp.56-66.
- Bartov, E., and G. M. Bodnar, "Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry and Liquidity: Theory and Evidence," *Accounting Review* 71, 1996, pp.397-418.
- , F. A. Gul, and J. S. L. Tsui, "Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications," *Journal of Accounting and Economics* 30, 2000, pp.421-452.
- Beatty, A., S. Chamberlainand, and J. Magliolo, "Managing the Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Capital, Earnings and Taxes," *Journal of Accounting Research* 33, 1995, pp.231-261
- , , and , "An Empirical Analysis of the Economic Implications of Fair Value Accounting for Investment Securities," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.43-77
- , and D. G. Harris, "The Effects of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earnings Management: A Comparison of Public and Private Firms," *Review of Accounting Studies* 4, 1999, pp.299-326.

- , and , "Intra-Group, Inter Strategic Income Management for Tax, Financial Reporting, and Regulatory Purposes," *Accounting Review* 76, 2001, pp.515-536.
- Beaver, W. H., "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research* 6 Supplement, 1968, pp.179-192.
- , "Directions in Accounting Research: NEAR and FAR," *Accounting Horizons* 10, 1995, pp.113-124.
- , *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Third Edition, Prentice Hall, 1998.
- , C. Eger, S. Ryan and M. Wolfson, "Financial Reporting, Supplemental Disclosure and Bank Share Price," *Journal of Accounting and Economics* 24, 1989, pp.99-126.
- , and E. E. Engel, "Discretionary Behavior with Respect to Allowances for Loan Losses and the Behavior of Security Prices," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 177-206.
- Begley, J., and G. Feltham, "An Empirical Examination of the Relation between Debt Contracts and Management Incentives," *Journal of Accounting and Economics* 27, 1999, pp. 229-259.
- Biddle, G. C., "Accounting Methods and Management Decisions: The Case of Inventory Costing and Inventory Policy," *Journal of Accounting Research* 20 Supplement, 1980, pp. 235-280.
- , and F. W. Lindahl, "Stock Price Reactions to LIFO Adoptions: The Association between Excess Returns and LIFO Tax Savings," *Journal of Accounting Research* 20, 1982, pp. 551-588.
- Blacconiere, W. G., R. M. Bowen, S. E. Sefcik, and C. H. Stinson, "Determinants of the Use of Regulatory Accounting Principles by Savings and Loans," *Journal of Accounting and Economics* 14, 1991, pp. 167-201.
- Botosan, C. A., "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *Accounting Review* 72, 1997, pp.323-349.
- , and M. A. Plumlee, "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research* 40, 2002, pp.21-40.
- Bowen, R. M., L. DuCharme, and D. Shores, "Stakeholders Implicit Claims and Accounting Method Choice," *Journal of Accounting and Economics* 20, 1995, pp.255-295.
- Boynton, C. E., P. S. Dobbins, and G. A. Plesko, "Earnings Management and the Corporate Alternative Minimum Tax," *Journal of Accounting Research* 30

- Supplement, 1992, pp.131-153.
- Brav, A., and P. A. Gompers, "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offering: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies," *Journal of Finance* 52, 1997, pp.1791-1821.
- Burgstahler, D., and I. Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp.99-126.
- Cahan, S. T., "The Effect of Antitrust Investigation on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis," *Accounting Review* 67, 1992, pp.77-95.
- Choi, W., J. Gramlich, and J. Thomas, "Potential Errors in Detection of Earnings Management: Reexamining the Studies of the AMT of 1986," *Contemporary of Accounting Research* 18, 2001, pp.571-613
- Christie, A. A., "Aggregation of Test Statistics, Statistics vs. Economics," *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.15-36.
- , and J. L. Zimmerman, "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests," *Accounting Review* 69, 1994, pp.539-566.
- Cloyd, C. B., J. Pratt, and T. Stock, "The Use of Financial Accounting Choice to Support Aggressive Tax Position: Public and Private Firms," *Journal of Accounting Research* 34, 1996, pp.23-43.
- Collins, J., D. Kemsley, and M. Lang, "Cross-jurisdictional Income Shifting and Earnings Valuation," *Journal of Accounting Research* 36, 1998, pp. 209-229.
- , and D. Shackelford, "Global Organizations and Taxes: an Analysis of the Dividend, Interest, Royalty, and Management Fee Payments Between U.S. Multinationals' Foreign Affiliates," *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp.151-173.
- , , and J. Wahlen, "Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings and Taxes," *Journal of Accounting Research* 33, 1995, pp.263-291.
- Cornett, M. M., Z. Rezaee, and H. Teharanin, "An Investigation of Capital Market Reactions to Pronouncement on Fair Value Accounting," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.119-154.
- Deakin, E. B., "An Analysis of Difference between Non-Major Oil Forms Using Successful Efforts and Full Cost Methods," *Accounting Review* 54, 1979, pp.722-734.
- , "Rational Economics Behavior and Lobbying on Accounting Issues: Evidence from the Oil and Gas Industry," *Accounting Review* 64, 1989, pp.137-151.

- DeAngelo, H., L., "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *Accounting Review* 61, 1986, pp.400-420.
- , L. DeAngelo and D. J. Skinner, "Accounting Choice in Trouble Companies," *Journal of Accounting and Economics* 17, 1994, pp.113-143.
- DeAngelo, L. E., "Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests," *Journal of Accounting and Economics* 10, 1988, pp.3-36.
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan, "Economic Consequences of Accounting for Stock-based Compensation," *Journal of Accounting Research* 34 Supplement, 1996, pp.1-20.
- , , and , "The Relation between Analysts, Forecasts of Long-term Earnings Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings," *Contemporary Accounting Research* 17, 2000, pp.1-32.
- , and D., Skinner, "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators," *Accounting Horizons* 14, 2000, pp.235-250.
- , and R. G. Sloan, "Executive Incentives and Horizon Problem: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics* 14, 1991, pp.51-89.
- , , and A. P. Sweeney, "Detecting Earnings Management," *Accounting Review* 70, 1995, pp.193-225.
- , , and , "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research* 13, 1996, pp.51-89.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 17, 1994, pp.145-176.
- , and C. W. Park, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics* 23, 1997, pp. 115-139.
- Degaorge, D., J. Patel, and R. Zeckhauser, "Earnings Management to Exceed Thresholds," *Journal of Business* 72, 1999, pp.1-33.
- Dekey, L. A., and R. L. Vigeland, "The Effects of Debt Covenants and Political Costs on the Choice of Accounting Methods: The Case of Accounting for R&D Costs," *Journal of Accounting and Economics* 5, 1983, pp.195-211.
- Dhaliwal, D. S., M. Frankel, and R. Trezevant, "The Taxable and Book Income Motivations for a LIFO Layer Liquidation," *Journal of Accounting Research* 32, 1994, pp.278-289.

- , G. Salamon and E. Smith, "The Effect of Owner Versus Management Control on the Choice of Accounting Methods," *Journal of Accounting and Economics* 4, 1982, pp.41-53.
- , and Wang, S. W., "The Effect of Book Income Adjustment in the 1986 Alternative Minimum Tax on Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* 15, 1992, pp.7-26.
- D'Souza, J. M., "Rate-regulated Enterprises and Mandated Accounting Changes: the Case of Electric Utilities and Post-retirement Benefits other than Pensions (SFAS No. 106)," *Accounting Review* 73, 1998, pp.387-410.
- Duke, J. C., and H. G. Hunt III, "An Empirical Examination of Debt Covenant Restrictions and Accounting-related Debt Proxies," *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.45-64.
- Elliott, A. J., J. D. Hanna, and W. H. Shaw, "The Evaluation by the Financial Markets of Changing in Bank Loan Loss Reserve Levels," *Accounting Review* 66, 1991, pp.847-861.
- Erickson, M., and S. Wang, "Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers," *Journal of Accounting and Economics*, 27, 1999, pp.149-176.
- Feroz, E., K. Park, and V. Pastena, "The Financial and Market Effects of the SECs Accounting and Auditing Enforcement Releases," *Journal of Accounting Research* 29 Supplement, 1991, pp.107-142.
- Fields, T., T. Lys, and L. Vincent, "Empirical Research on Accounting Choice," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp. 255-307.
- Francis, J. R., "Discussion of Empirical Research on Accounting Choice," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp. 309-319.
- , D. Hanna, and L. Vincent, "Causes and Effects of Discretionary Asset Write-offs," *Journal of Accounting Research* 34 Supplement, 1996, pp.117-134.
- , and J. Krishnan, "Accounting Accruals Auditor Reporting Conservatism," *Contemporary Accounting Research* 16, 1999, pp.135-165.
- , D. Philibric and K. Schipper, "Shareholder Litigation and Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research* 32, 1994, pp.137-164.
- Frankel, R., M. McNichols, and P. Wilson, "Discretionary Disclosure and External Financing," *Accounting Review* 70, 1995, pp.135-150.
- Frost, C., and W. Kinney, "Disclosure Choices of Foreign Registrants," *Journal of Accounting Research* 34, 1996, pp.67-84.
- Fudenberg, K., and J. Tirole, "A Theory of Income and Dividend Smoothing Base on Incumbency Rents," *Journal of Political Economy* 103, 1995, pp.468-505.

- Gaver, J., and K. Gaver, and J. Austin, "Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management," *Journal of Accounting and Economics*, 19, 1995, pp.3-28.
- Griffin, A. P., and S. J. R. Wallach, "Latin American Lending by Major U.S. Banks: The Effects of Disclosures about Nonaccrual Loans and Loan Loss Provisions," *Accounting Review* 66, 1991, pp. 830 -846.
- Guay, W., S. P. Kothari, and R. Watts, "A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models," *Journal of Accounting Research* 34 Supplement, 1996, pp. 83-105.
- Guenther, D. A., "Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence From the 1986 Tax Reform Act," *Accounting Review* 69, 1994, pp. 230-243.
- Guidry, F., A. J. Leone, and S. Rock, "Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business-Unit Managers," *Journal of Accounting and Economics* 26, 1999, pp.113-142.
- Hagerman, R. A., and M. Zmijewski, "Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice," *Journal of Accounting and Economics* 1, 1979, pp.141-161.
- Hall, S. C., and W. W. Stammerjohan, "Damage Awards and Earnings Management in the Oil Industry," *Accounting Review* 72, 1997, pp. 47-65.
- Han, J. C. Y., and S. W. Wang, "Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis," *Accounting Review* 73, 1998, pp.103-117.
- Harris, D. G., "The impact of U.S. Tax Law Revision on Multinational Corporations Capital Location and Income-Shifting Decisions," *Journal of Accounting Research* 31 Supplement, 1993, pp.111-140.
- Healy, P. M., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics* 8, 1985, pp.85-107.
- , "A Discussion of a Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models," *Journal of Accounting Research* 34 Supplement, 1996, pp.83-105.
- , and K. G. Palepu, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.405-440.
- , and J. M. Wahlen, "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons* 13, 1999, pp.365-383.
- Holthausen, R. W., "Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives," *Journal of Accounting and*

- Economics* 12, 1990, pp.207-218.
- , D. Larcker and R. Sloan, "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings," *Journal of Accounting and Economics* 19, 1995, pp.29-74.
- , and R. W. Leftwich, "The Economic Consequence of Accounting Choice: Implications of Costly Contracting and Monitoring," *Journal of Accounting and Economics* 5, 1983, pp.77-117.
- , and R. L. Watts, "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.3-75.
- Hribar, P., and D. W. Collins, "Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research," *Journal of Accounting Research* 40, 2002, pp.105-134.
- Hunt, A., S. Moyer, and T. Shevlin, "Managing Interacting Accounting Measures to Meet Multiple Objectives: A Study of LIFO Firms," *Journal of Accounting and Economics* 21, 1996, pp.339-374.
- Jacob, J., "Taxes and Transfer Pricing Income Shifting and the Volume of Intrafirm Transfers," *Journal of Accounting Research* 34, 1996, pp.301-312.
- Jones, J. J., "Earnings Management During Import Relief Investigation," *Journal of Accounting Research* 29, 1991, pp.193-228.
- Kang, S.-H., "A Conceptual Framework for Stock Price Effects of LIFO Tax Benefits," *Journal of Accounting Research* 31, 1993, pp.50-61.
- , and K. Sivaramakrishnan, "Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach," *Journal of Accounting Research* 33, 1995, pp.353-367.
- Kaplan, R. S. and R. Roll, "Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence," *Journal of Business* 45, 1972, pp.225-257.
- Kasznik R., "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research* 37, 1999, pp.57-81.
- , and B. Lev, "To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise," *Accounting Review* 70, 1995, pp.113-134.
- Key K. J., "Political Costs Incentives for Earnings Management in the Cable Television Industry," *Journal of Accounting and Economics*, 23, 1997, pp.309-337.
- Klassen, K.J., "The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-off between Financial and Tax Reporting," *Accounting Review* 72, 1997, pp. 455-474.
- , M. Lang, and M. Wolfson, "Geographic Income Shifting by Multination Corporations in Response to Tax Rate Changes," *Journal of Accounting Research* 31 Supplement, 1993, pp.141-173.

- , and D. Shackelford, "State and Provincial Corporate Tax Planning: Income Shifting and Sales Apportionment Factor Management," *Journal of Accounting and Economics* 25, 1998, pp.385-406.
- Kothari, S. P., "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.105-231.
- Leuz, C., and R. E. Verrecchia, "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research* 38 Supplement, 2001, pp.91-124.
- Lev, B., and S. H. Penman, "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices," *Journal of Accounting Research* 28, 1990, pp.49-76.
- Liberty, S. E. and J. L. Zimmerman, "Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices," *Accounting Review* 61, 1986, pp.697-712.
- Lilien, S., and V. Pastena, "Determinants of Intramethod Choice in the Oil and Gas Industry," *Journal of Accounting and Economics* 4, 1982, pp.145-170.
- Liu, C.-C., S. G. Ryan, and J. M. Wahlen, "Differential Valuation Implications of Loan Loss Provisions Across Banks and Fiscal Quarters," *Accounting Review* 72, 1997, pp.133-146.
- Loughran T., and J. Ritter, "The New Issues Puzzle," *Journal of Finance* 50, 1995, pp.23-52.
- Lys, T., "Mandated Accounting Changes and Debt Covenants: the Case of Oil and Gas Accounting," *Journal of Accounting and Economics* 9, 1984, pp.39-66.
- Malmquist, D. H., "Efficient Contracting and the Choice of Accounting Method in the Oil and Gas Industry," *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.173-205.
- Matsunaga, S. R., and C. W. Park, "The Effects of Missing a Quarterly Earnings Benchmark on the CEO's Annual Bonus," *Accounting Review* 76, 2001, pp.313-332.
- McKee, A. J., T. B. Bell and J. R. Boatsman, "Management Preference over Accounting Standard: A Replication and Additional Tests," *Accounting Review* 54, 1984, pp.647-659.
- Murphy, K. J., and J. L. Zimmerman, "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, pp.273-315.
- Mian, S., and S. Clifford, "Incentives for Unconsolidated Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.141-172.
- Miller, G. S., "Earnings Performance and Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting Research* 40, 2002, pp. 173-204.
- Moses, O. D., "Income Smoothing and Incentives: Empirical Test Using Accounting

- Changes,” *Accounting Review* 62, 1987, pp.358-377.
- Moyer, S., “Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choice in Commercial Banks,” *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.123-154.
- Noe, C. F. “Voluntary Disclosures and Insider Transactions,” *Journal of Accounting and Economics* 27, 1999, pp.305-326.
- Perry, S., and T. Williams, “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers,” *Journal of Accounting and Economics* 15, 1994, pp.485-508.
- Petroni, K. R., “Optimistic Reporting in the Property Casualty Insurance Industry,” *Journal of Accounting and Economics* 15, 1992, pp.485-508.
- , and D. Shackelford, “Managing Annual Accounting Reports to Avoid State Taxes: An Analysis of Property-Casualty Insurers,” *Accounting Review* 74, 1999, pp.371-393.
- Pourciau, S., “Earnings Management and Non-Routing Executive Changes,” *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, pp.317-336.
- Press, E. G., and J. B. Weintrop, “Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreement,” *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.65-95.
- Rangan, S., “Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Financial Economics* 50, 1998, pp. 101-122.
- Ritter, J., “The Long-run Performance of Initial Public Offering,” *Journal of Finance* 42, 1991, pp.365-394.
- Scholes, M. S., G. P. Wilson, and M. A. Wolfson, “Tax Planning, Regulatory Capital Planning, and Financial Reporting Strategy for Commercial Banks,” *Review of Financial Studies* 3, 1990, pp.625-650.
- , , and , “Firms' Responses to Anticipated Reduction in Tax Rates: the Tax Reform Act of 1986,” *Journal of Accounting Research* 30 Supplement, 1992, pp.161-185.
- Sengupta, P., “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt,” *Accounting Review* 73, 1998, pp.459-474.
- Shackelford D. A., T. Shevlin, “Empirical Tax Research in Accounting,” *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.321-387.
- Shleifer, A., *Inefficient Markets*, Oxford University Press, 2000. (兼広 崇明 訳 『金融バブルの経済学』 東洋経済新報社、2001年)
- Skinner, D. J., “The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice: Preliminary Evidence,” *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, pp. 407-445.
- , “Why Firms Voluntarily Disclose Bad News,” *Journal of Accounting Research* 32,

- 1994, pp.38-60.
- , "Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits," *Journal of Accounting and Economics* 23, 1997, pp.249-282.
- Sunder, S., "Relationship between Accounting Changes and Stock Prices: Problem of Measurement and Some Empirical Evidence," *Journal of Accounting Research* 11 Supplement, 1973, pp.1-45.
- , "Stock Price and Risk Related to Accounting Changes in Inventory Valuation," *Accounting Review* 50, 1975, pp.305-315.
- Sutton, T. G., "The Proposed Introduction of Current Cost Accounting in the U.K.: Determinants of Corporate Preference," *Journal of Accounting and Economics* 10, 1988, pp.127-149.
- Sweeney, A. P., "Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses," *Journal of Accounting and Economics* 17, 1994, pp.281-308.
- Teoh, S. H., I. Welch and T.J. Wong, "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics* 50, 1998a, pp.63-99.
- , and , "Earning Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 53, 1998b, pp.1935-1974.
- , T. J. Wong, and G. Rao, "Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies* 3, 1998, pp.175-208.
- Wahlen, J., "The Nature of Information in Commercial Bank Loan Loss Disclosures," *Accounting Review* 69, 1994, pp.455-478.
- Wang, S. W., "The Relationship between Financial Reporting Practices and the 1986 Alternative Minimum Tax," *Accounting Review* 69, 1994, pp.495-506.
- Watts, R. S., and J. L. Zimmerman, "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *Accounting Review* 53, 1978, pp.112-134.
- , and , "The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses," *Accounting Review* 54, 1979, pp.273-305.
- and , *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall., 1986. (須田一幸 訳 『実証研究としての会計学』、白桃書房、1991年)
- , and , "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective," *Accounting Review* 65, 1990, pp.131-156.
- Zmijewski, M. and R. Hagerman, "An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standard Setting/Choice," *Journal of Accounting and Economics* 3, 1981, pp.129-149.

- 岡部孝好、『会計報告の理論』、森山書店、1994年
音川和久、『会計方針と株式市場』、千倉書房、1999年
桜井久勝、『会計利益情報の有用性』、千倉書房、1991年
須田一幸、『財務会計の機能 理論と実証』、白桃書房、2000年