

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

ストラクチャリングをめぐる 経営者の裁量的行動と会計基準

の ま みきはる
野間 幹晴

Discussion Paper No. 2009-J-14

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

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>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

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、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、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。

ストラクチャリングをめぐる経営者の裁量的行動と会計基準

のま みきはる
野間 幹晴*

要 旨

米国財務会計基準審議会（FASB）は、2007年11月に公表した予備的見解「資本の特徴を有する金融商品」（Preliminary View: *Financial Instruments with Characteristics of Equity*）において、金融商品の負債と資本の区分に関する新たな考え方として基本的所有アプローチを提案した。その背景の1つとして、ストラクチャリング（金融商品の経済的実態を変えずに法形式を変更することで会計上の区分を操作すること）を防止する必要性が挙げられている。しかし、経営者による会計上の操作の余地という意味でのより広義のストラクチャリングには、FASBが懸念しているストラクチャリング以外にもさまざまな次元のものがあり得る。そして、そうしたものの一部は、FASBが提案する基本的所有アプローチによっては改善されず、別途の会計基準の整備が必要であろう。また、広義のストラクチャリングの中には、基本的所有アプローチの導入によって、かえってその機会が増大するものもある点に留意が必要である。いずれにしても、ストラクチャリングに伴う社会的コストとそれを会計上防ぐことによって得られるベネフィットとをどこで均衡させるべきかは、国によって異なる。FASBの提案は、米国固有の事情を前提としたものであるから、それを例えばわが国にそのまま導入することが適切であるかは、慎重な検討を要しよう。なお、米国において、FASBの懸念するタイプのストラクチャリングは、プリンシプル・ベースの会計基準のほうが防止しやすいとの実証研究結果が得られている。このことは、プリンシプル・ベースの会計基準へのシフトを促す要因になるかもしれない。

キーワード: 基本的所有アプローチ (basic ownership approach)、ストラクチャリング、証券化、希薄化後 EPS、公正価値評価

JEL classification: M41

* 一橋大学大学院国際企業戦略研究科准教授 (E-mail: mnoma@ics.hit-u.ac.jp)

本稿は、日本銀行金融研究所主催の「会計上の資本に関する研究会」（座長：川村義則 早稲田大学教授）第5回会合（2009年2月9日）における報告をまとめたものである。本報告に当たっては、同研究会のメンバーである大杉謙一教授（中央大学）、金子良太准教授（國學院大学）、川村義則教授、福島隆准教授（明海大学）、山田康裕准教授（滋賀大学）およびオブザーバーである日本銀行金融研究所の副島豊氏（現 決済機構局）との議論から貴重な示唆を得た。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、あり得べき誤りはすべて筆者個人に属する。なお、本研究に当たっては、平成21年度文部科学省科学技術補助金（若手研究(B)、課題番号 20730295）を受けている。ここに記して、深く感謝申し上げます。

目 次

1. はじめに.....	1
2. 証券化のタイミングをめぐる裁量的行動.....	2
(1) 証券化の会計処理.....	2
(2) 社債・株式発行および証券化のタイミング.....	3
(3) 証券化と財務比率.....	12
(4) 小括.....	12
3. 希薄化後 EPS をめぐる裁量的行動.....	13
(1) COCOs の会計処理.....	13
(2) COCOs の発行による希薄化後 EPS の操作.....	13
(3) 小括.....	14
4. 公正価値評価による利益操作：証券化とストック・オプション.....	15
(1) 証券化に伴う公正価値評価とストラクチャリング.....	15
(2) スtock・オプションの公正価値評価とストラクチャリング.....	19
イ. 日本基準、米国基準、国際会計基準の比較.....	19
ロ. オプション評価モデルと公正価値.....	20
(3) 小括.....	21
5. ストラクチャリングと会計基準.....	21
(1) 会計基準の精度と経営者による利益操作.....	22
(2) 会計基準の精度と監査人の修正要求.....	22
(3) 小括.....	23
6. 結びに代えて——会計基準はストラクチャリングを抑止できるか.....	23
【参考文献】.....	26

1. はじめに

現在、国際会計基準審議会（IASB）と米国財務会計基準審議会（FASB）は、国際財務報告基準（IFRS）と米国会計基準のコンバージェンスに向けた共同プロジェクトの1つとして、金融商品の負債と資本の区分に関する基準の開発を進めている。本プロジェクトの成果物として、これまで、FASB から予備的見解「資本の特徴を有する金融商品」（Preliminary View : *Financial Instruments with Characteristics of Equity* : 以下「FASB 予備的見解」という）が2007年11月に、またIASB から同タイトルの討議資料（以下「IASB 討議資料」¹という）が2008年3月に、それぞれ公表された。

FASB 予備的見解では、金融商品の発行体における会計処理として、最劣後で、かつ、清算時に企業の純資産に対して比例的な持分を有する金融商品のみを資本とする考え方（basic ownership approach : 以下「基本的所有アプローチ」という）が適当との見解が示されている。その後、FASB 予備的見解とIASB 討議資料に対して寄せられたコメントを踏まえ、現在は、基本的所有アプローチと「無期限アプローチ（perpetual approach）」²の2つの考え方をベースに、2011年中の基準化を目指して検討が進められている³。

FASB がこのような検討を進め、基本的所有アプローチを適当と考えるに至った要因として、FASB 予備的見解では、金融商品の複雑化により、会計基準自体も複雑化し、その適用コストおよび基準開発コストが増大していること⁴に加え、ストラクチャリング（金融商品の経済的実態を変えずに法形式を変更することで会計上の区分を操作すること）の機会が高まっていることを挙げている。特に、FASB は現行会計基準が負債と資本の区分を操作する余地があることを問題視し、基本的所有アプローチや無期限アプローチを採用することで、会計基準の適用コスト、さらにはストラクチャリングに伴う論点を回避できると考えているようにうかがわれる。

¹ IASB 討議資料は、FASB 予備的見解をそのまま示しつつ、いくつかの質問を追加したものとなっている。

² FASB 予備的見解およびIASB 討議資料に対するコメントにおいて示されたアプローチで、金融商品のうち、決済の必要がなく、かつ、当該無期限金融商品の保有者が清算時に企業の純資産に対して請求権を有する金融商品のみを資本とする考え方。

³ 基本的所有アプローチおよび無期限アプローチの具体的な内容や現行基準との差異等については、大杉[2009]の補論「金融商品の負債・資本区分をめぐるIASB/FASBの議論について」および秋坂[2009]等を参照。

⁴ この問題は、負債と資本の両方の性質を持つ金融商品の区分に限った話ではない。例えばデリバティブやヘッジ会計の会計基準であるFAS第133号は、非常に複雑で長大なものとなっており、最近まで米国会計学会の会長であったシャム・サンダーも、これに基づく会計処理など非現実的であると述べている。金融商品の発達に伴い、それまで対象としてこなかった領域に会計が足を踏み入れるようになるにつれ、会計基準が複雑化し、基準開発コストや関連する社会的コストも増大しているということであろう。

確かに、FASB の懸念するストラクチャリング（いわば狭義のストラクチャリング）は、基本的所有アプローチ等の採用によって防止できるのかもしれない。しかし、他の次元で会計情報（財務諸表）を操作する余地はなくなり、場合によってはその余地がかえって増大することにならないか。本稿は、こうした問題意識を前提に、FASB が想定するよりも広義のストラクチャリング（経営者による会計上の操作の余地）の具体例を示しつつ、FASB の提案が、広義のストラクチャリング⁵まで視野に入れた場合にもなお財務諸表の利用者にとって望ましい結果をもたらすのかどうかを検証するとともに、広義のストラクチャリングを抑止するために検討すべき課題の提示を試みるものである。

具体的には、まず 2 節で証券化のタイミングをめぐる経営者の裁量的行動を、3 節で希薄化後 EPS（Earnings Per Share）をめぐる経営者の裁量的行動を、また 4 節で公正価値評価に伴う利益操作の余地を、それぞれ実例を挙げつつ検証する。次いで 5 節では、会計基準の精度とストラクチャリングの余地との関係についての実証研究を紹介する。最後に 6 節において、5 節で紹介した研究結果を踏まえつつ、2 節から 4 節で見たさまざまな次元のストラクチャリングはいかなる会計基準によって抑止できるか（あるいはそもそも抑止する必要があるか）について問題提起し、本稿を締め括る。

2. 証券化のタイミングをめぐる裁量的行動

ここでは、まず、証券化の会計処理方法とメリットを紹介し、経営者が証券化のタイミングを操作するという一種のストラクチャリングを行うことによってこのメリットを享受している可能性を示す。そのうえで、こうしたタイプのストラクチャリングも含め、ストラクチャリングには、企業行動の裁量が認められる範囲内であるため、会計基準によって抑止すべきものではなく、また、抑止し得るものでもない場合があることを明らかにする。

（1）証券化の会計処理

売上債権の証券化については、2 つの会計処理がある。1 つは、借入れを行ったものとして扱う会計処理（transaction as collateralized borrowing）であり、キャッシュは増加するが、その見合いで債務も増える。つまり、売上債権はオフバランス化されず

⁵ 以下、特に断りのない限り、「ストラクチャリング」の語は広義で用いる。ただし、この意味のストラクチャリングも、いわゆる経営者の裁量的行動よりは狭い概念である。例えば研究開発費を減らすことも、コーポレート・ファイナンスにおいては裁量的行動と呼ばれる。

に、バランスシートに計上されたままとなり、証券化によって得られた資金は債務として処理される。いま 1 つは、売上債権を売却したものとして扱う会計処理（sales treatment）であり、売上債権がオフバランス化される点と、多くの場合に売却益が同時に計上される点の特徴である。後者のほうが証券化の会計処理としては一般的であり、米国金融界では、こうした処理を「gain on sales」と呼ぶ。

この sales treatment と呼ばれる会計処理には、少なくとも 3 つの会計上のベネフィットがある。第 1 に、transaction as collateralized borrowing と異なり借入が発生しないため負債が計上されないうえ、売上債権がオフバランス化されることから、バランスシートの情報を用いて財務比率（レバレッジなど）を計算すると効率性が改善する。第 2 に、証券化によって獲得したキャッシュ・フローは、キャッシュ・フロー計算書上、財務活動（借入れ）からのキャッシュ・フローではなく、営業活動もしくは投資活動からのキャッシュ・フローに分類されるため、売上債権の減少に伴い営業キャッシュ・フロー等が増加するという表示が行われる。第 3 に、企業が証券化後も保有し続ける部分に係る将来キャッシュ・フローを、会計基準の定める手法を用いて公正価値評価することによって、損益計算書に評価益を計上することが可能である。

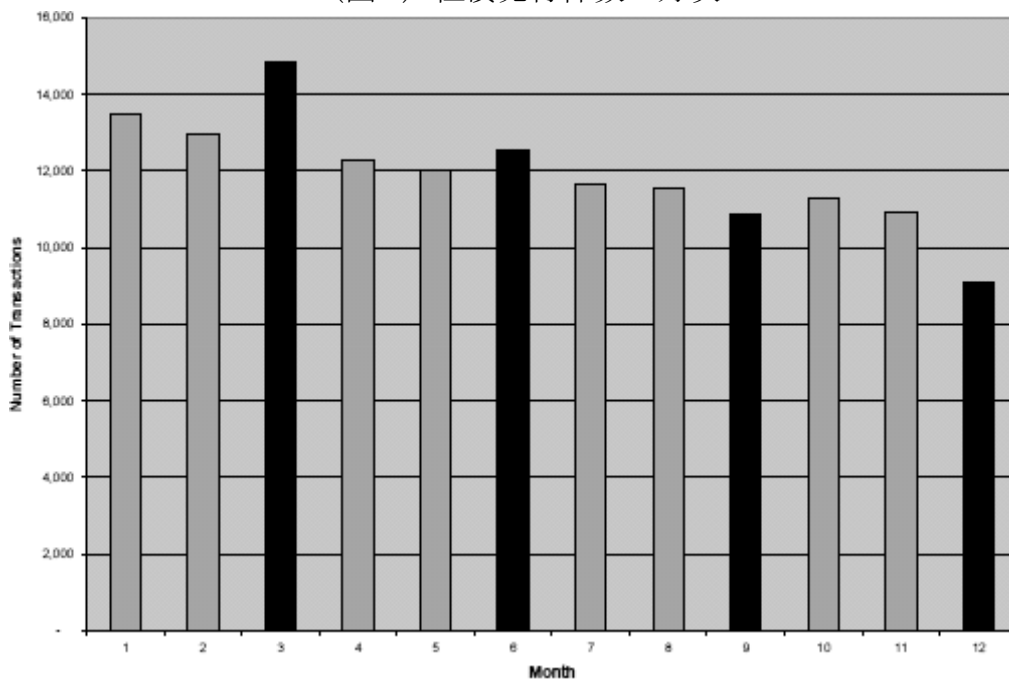
こうした会計上のベネフィットが、経営者が証券化の会計処理として sales treatment を選択する、あるいは証券化取引を行うことのインセンティブとなっている。さらにいえば、経営者は、各期末や各四半期末に証券化取引を行うインセンティブがあると考えられる。なぜならば、経営者は、各期末や各四半期末に、①バランスシートに計上されているべき現金あるいは売上債権の金額、②営業キャッシュ・フローとして報告したい金額、③財務制限条項への抵触を回避したり規制当局からの監視を避けるために必要なレバレッジの水準に関する情報を持っており、証券化によってこれらの数値に近付けることが可能だからである。すなわち、銀行からの与信判断の際には現金の手元残高をチェックされるし、売上債権の金額に係る条件が付される場合もある。また、経営者にとって現金は多いほうがよいし、売上債権は多過ぎないほうがよいとため、期末に証券化を行い、sales treatment の会計処理を行うインセンティブがあるといえる。さらに、上記のように、sales treatment を適用することにより、証券化によって営業キャッシュ・フローを増加させることができるうえ、財務制限条項への抵触あるいは規制当局からの監視を回避するためのレバレッジ操作も可能となる。

（2）社債・株式発行および証券化のタイミング

実際に証券化がいつ行われているのかについて、他の資金調達方法、すなわち社債や株式の発行時期との比較でみていきたい。社債や株式の発行時期と証券化の時期を比較するのは、それによって、証券化が実際の資金調達ニーズを背景として行われたものであるかどうかを推察することが可能と考えられるからである。

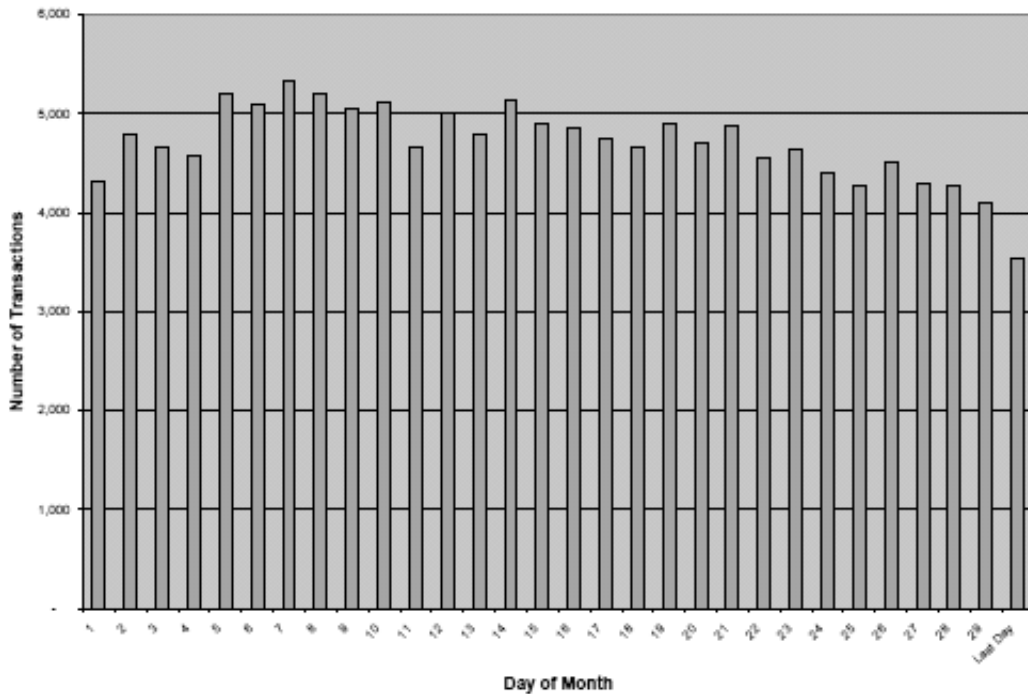
図1は月次の社債発行件数を示している⁶。横軸が月、縦軸が社債発行件数であり、データは、米国の2000年～2000年代半ばのものを利用している。これをみると、12カ月のうちで最も社債の発行件数が多いのは3月であるが、6月、9月、12月の各四半期末において、それほど社債の発行が多いわけではない。すなわち、社債は、1年を通して比較的平均的に発行されているといえる。続いて図2は、月間の何日に社債が発行されているかを示している。横軸が日、縦軸は社債発行件数であり、例えば2月9日に発行された社債があれば横軸の「9」のところに1件とカウントされる。これをみると、1日から最終日に至るまで、特にいつ社債発行件数が顕著に多くなるということは確認されない。さらに図3では、年間365日のうち、いつ社債が発行されているかを示している。これをみても、特に四半期末に社債が多く発行されているということは確認されない。これらの図から、社債については各四半期末に特に多く発行されるといった傾向が確認されないことがわかる。

(図1) 社債発行件数：月次

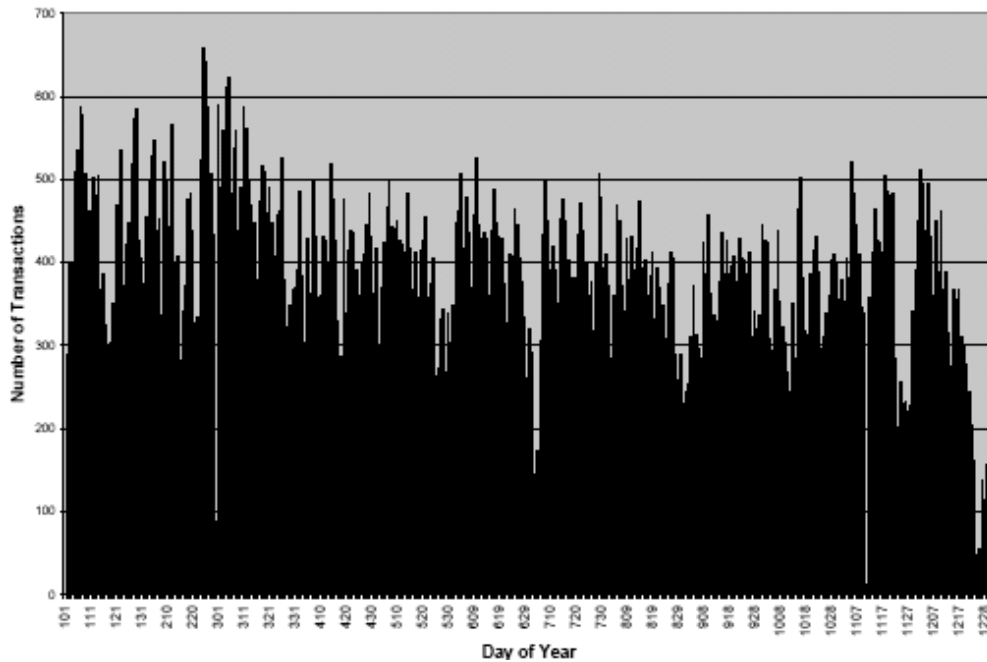


⁶ 以下、図1～図11は、Dechow and Shakespeare[2009]から引用している。

(図2) 社債発行件数：月間日次



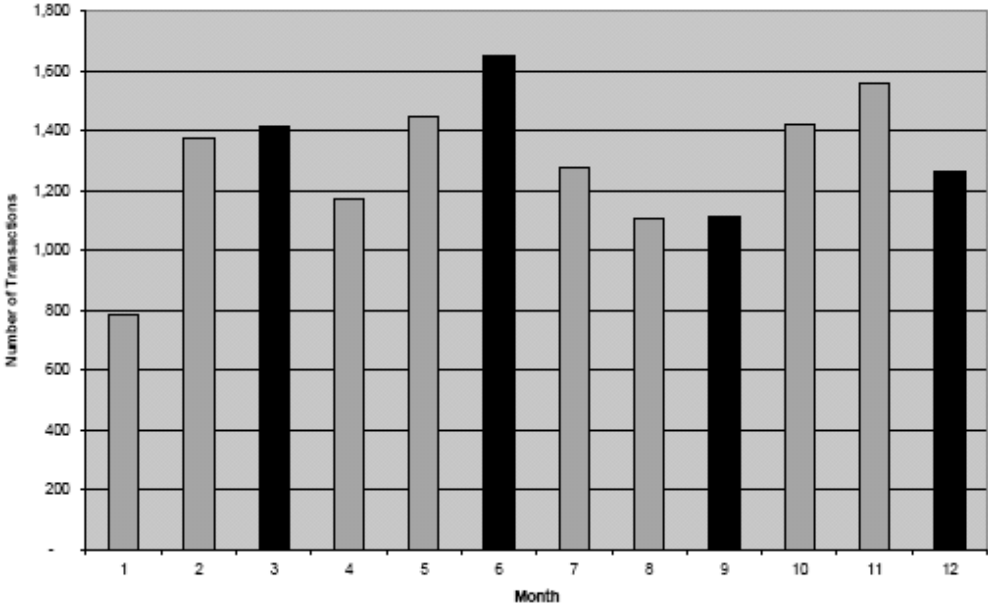
(図3) 社債発行件数：年間日次



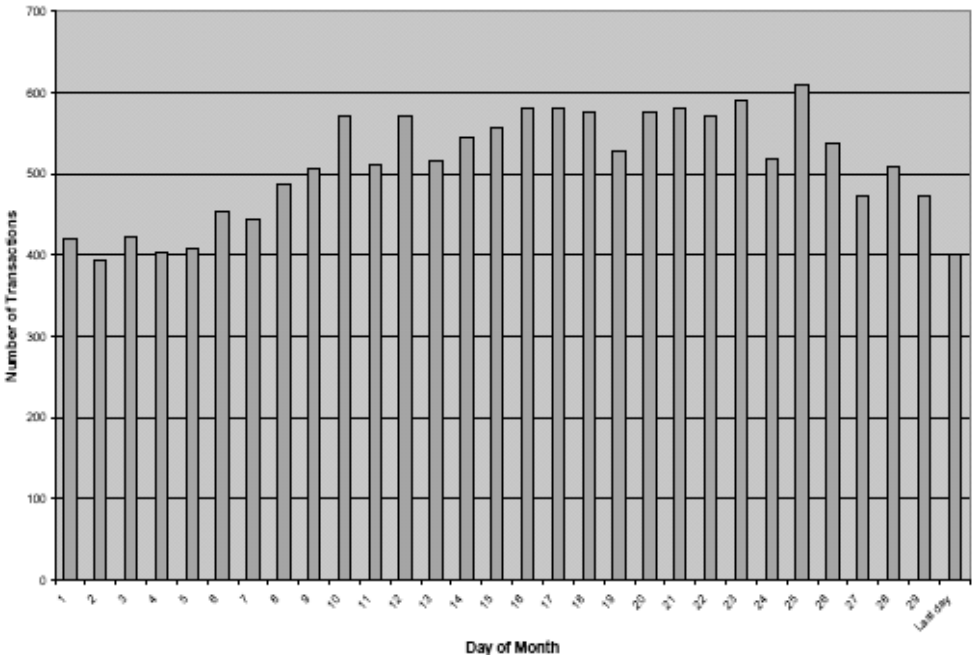
続いて、図4から図6は、株式について、月ごと、月間の日ごと、年間の日ごとの発行件数を表している。すなわち、図4は、1月から12月までの各月において何件の

株式が発行されたかを示している。これをみると、6月が最も多いが、顕著に多いとはいえず、同じ四半期末でも9月のように比較的株式発行件数の少ない月もある。また、図5は、月間の各日の株式発行件数を合算したものであるが、特に月末に多く発行されているということは確認されない。さらに、図6をみても、特に四半期末に株式の発行が行われるということは確認されない。

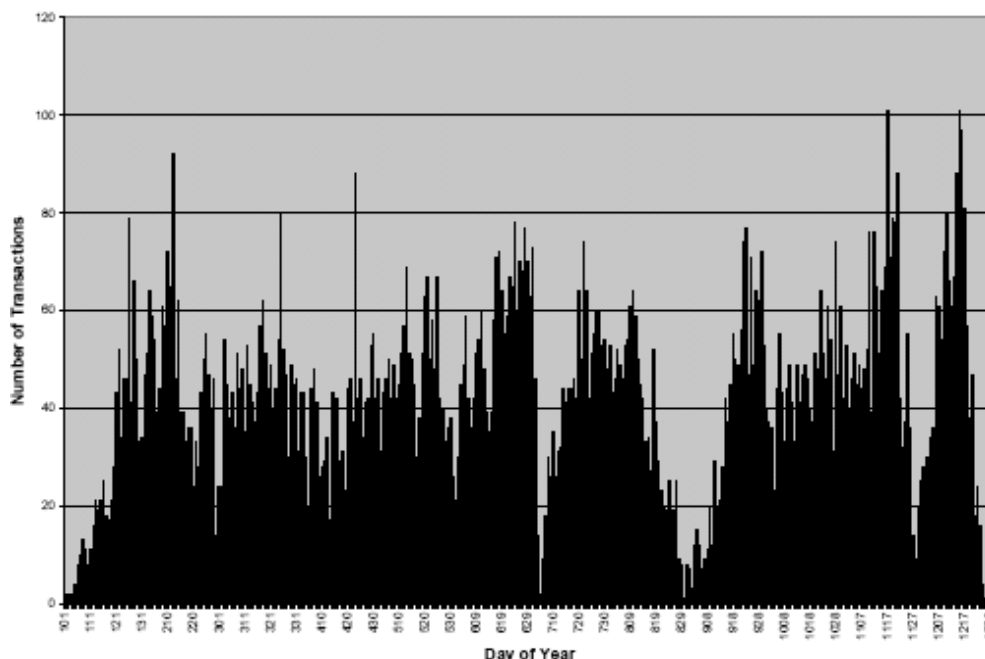
(図4) 株式発行件数：月次



(図5) 株式発行件数：月間日次



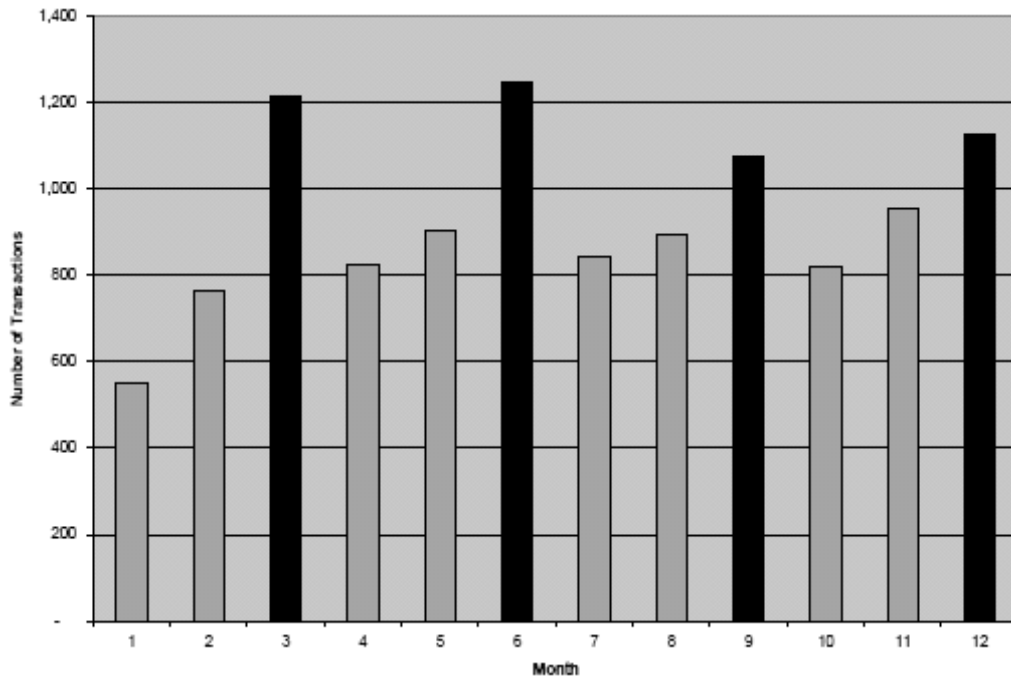
(図6) 株式発行件数：年間日次



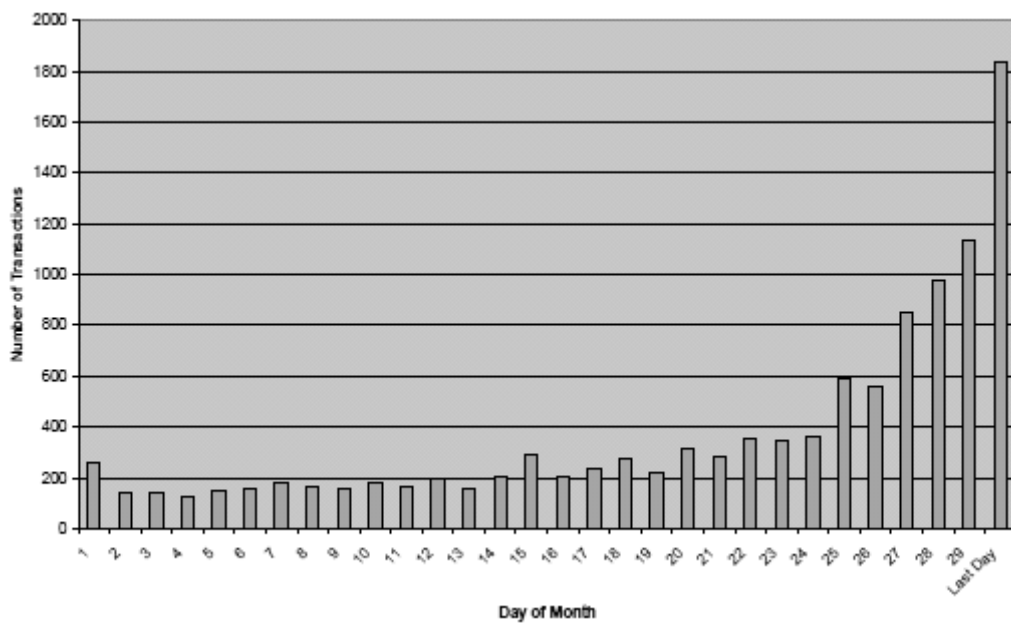
次に、図7から図9は、企業がいつ証券化をしているかを示している。まず図7は何月に証券化を行っているかを示しており、図1や図4の社債あるいは株式のケースと比較すると顕著であるように、3月、6月、9月、12月に多くの証券化が行われていることがわかる。このグラフだけをみても、経営者は四半期末に証券化を行うインセンティブを持っていることが推察される。また、図8は、毎月何日に証券化を行っているかを示しており、図2や図5と比較するとわかるように、毎月月末になるほど、顕著に証券化を行っていることが確認される。これらの図から、証券化による資金調達行動は、社債あるいは株式による資金調達行動とは異なることがみてとれる。さらに図9は、1年を通じて何日に証券化が行われているかを示しており、3月末、6月末、9月末（矢印のついている箇所）に顕著に証券化の件数が増えていることがわかる⁷。

⁷ 四半期末以外の各月末も証券化件数が増えているが、これは商慣習によるものと考えられる。

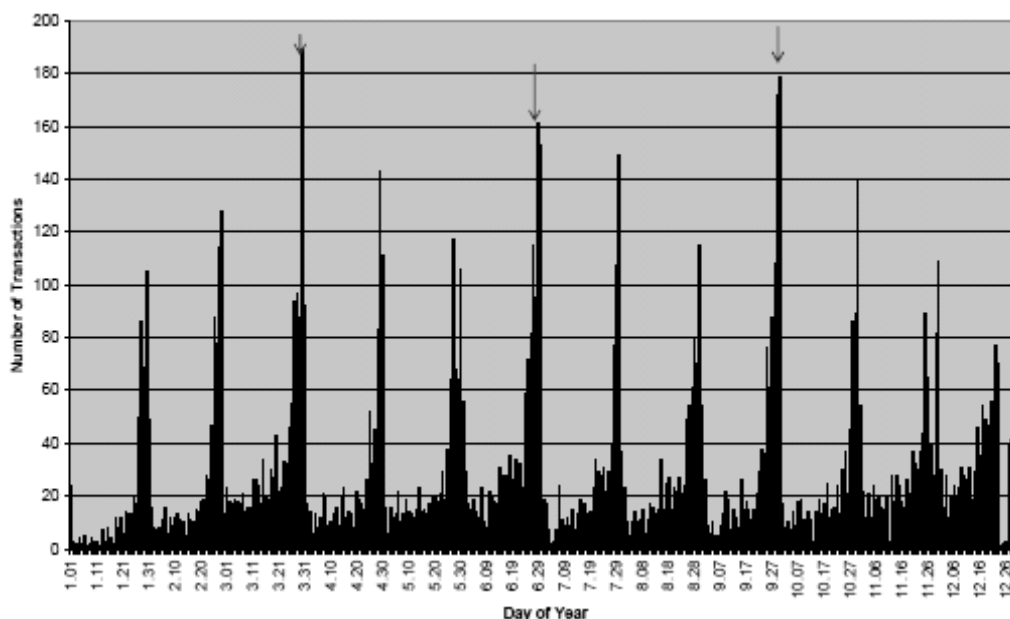
(図7) 証券化の件数：月次



(図8) 証券化の件数：月間日次



(図 9) 証券化の件数：年間日次

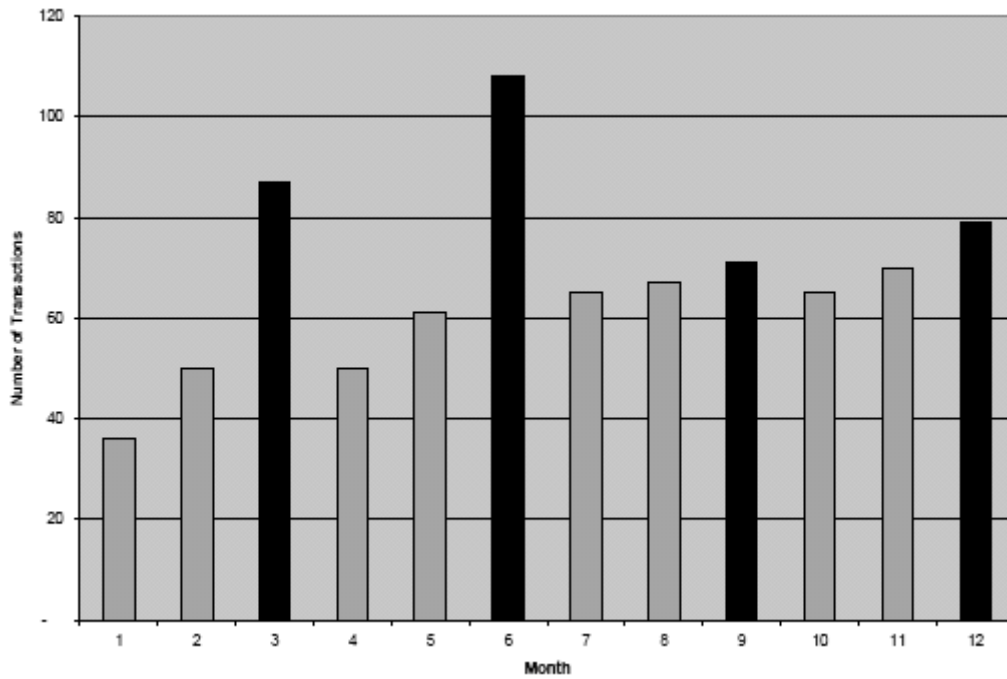


ではなぜ四半期末に証券化が行われているかという点と、おそらく、証券化には、先述のような財務諸表あるいは会計情報のある一定の方向にリードするための要件が備わっているからではないかと考えられる。ただ、証券化の前提となる自動車の販売あるいは新規住宅の販売が、3月、6月、9月、12月に集中しており、それを反映している可能性もあるため、図 10 で自動車ローン証券化の取引件数と自動車販売台数を、図 11 で MBS (Mortgage Backed Security) の取引件数と新規住宅の販売件数を示した。図 10 のパネル A の横軸は月、縦軸は自動車ローン証券化の取引件数であり、パネル B の横軸は同じく月、縦軸は販売台数である。パネル B をみると、自動車の販売台数は3月、6月、9月、12月に多いというわけではない。他方、パネル A からみてとれるとおり、自動車ローン証券化の取引件数は、3月、6月が顕著に多くなっており、やはり証券化は四半期末に行われるということがわかる。また、図 11 をみても、新築住宅の販売は特に3月、6月、9月、12月が多いわけではない (パネル B) 一方で、MBS の取引件数は、3月、6月、9月、12月あたりに増えていることがうかがわれる (パネル A)。

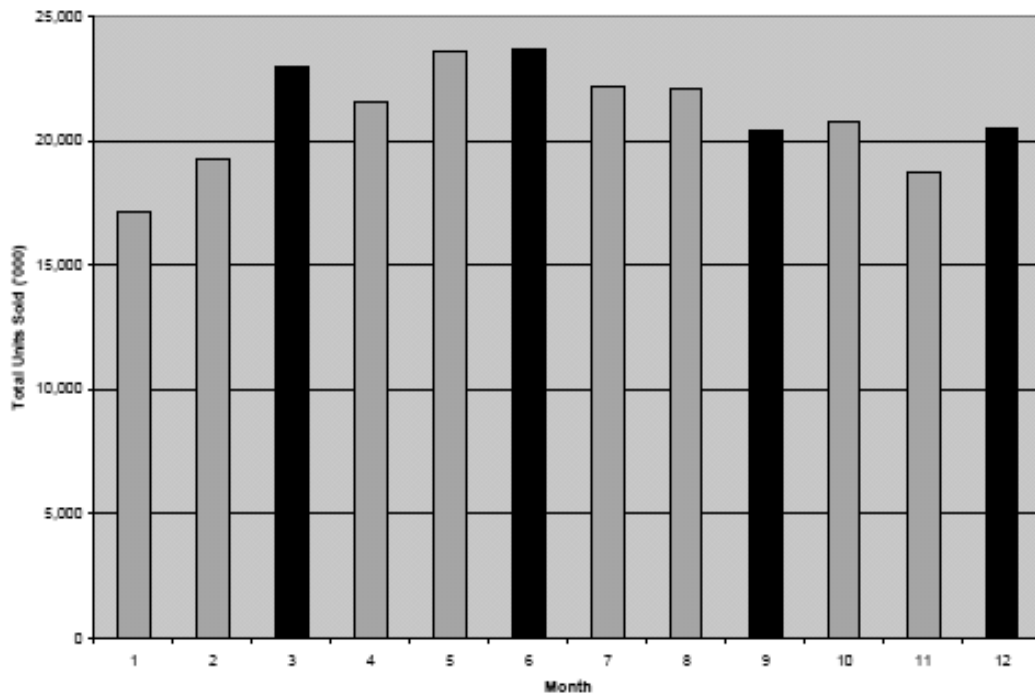
このように、いつ証券化が行われているかというデータと、経営者が証券化を行い、かつ証券化について gain on sales と呼ばれる会計処理を行うこととの間には、整合的な関係がみてとれる。つまり、sales treatment という会計処理を行うことに会計上のベネフィットがあるので、経営者は証券化というストラクチャリングを各四半期末に行っているようであることがわかる。

(図 10) 自動車ローン証券化の取引件数と自動車販売台数

パネル A：自動車ローン証券化の取引件数

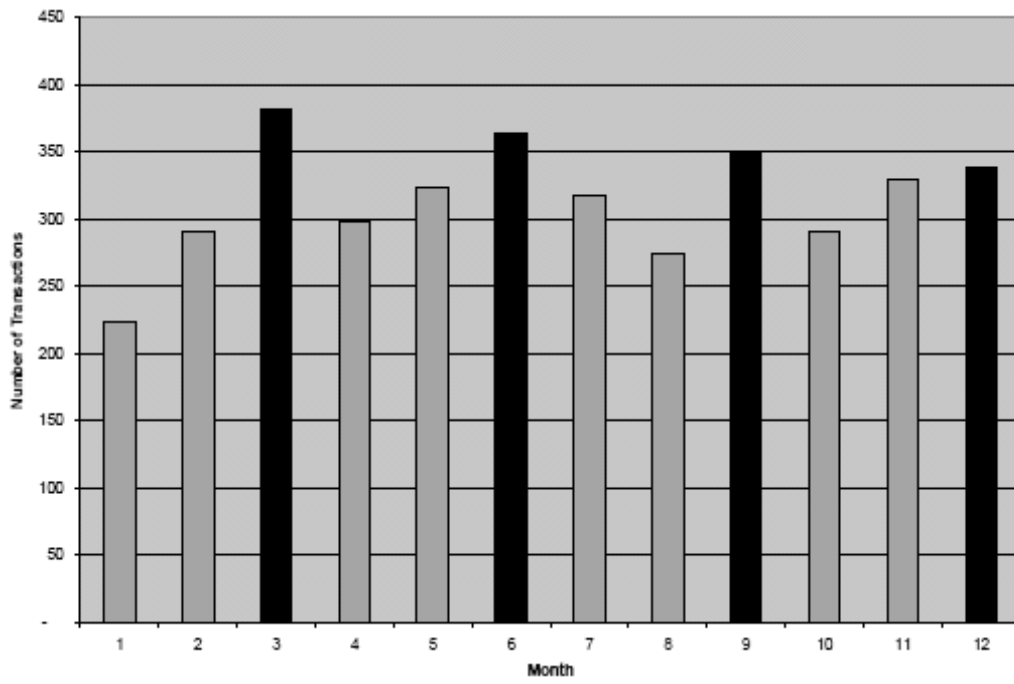


パネル B：自動車の販売台数

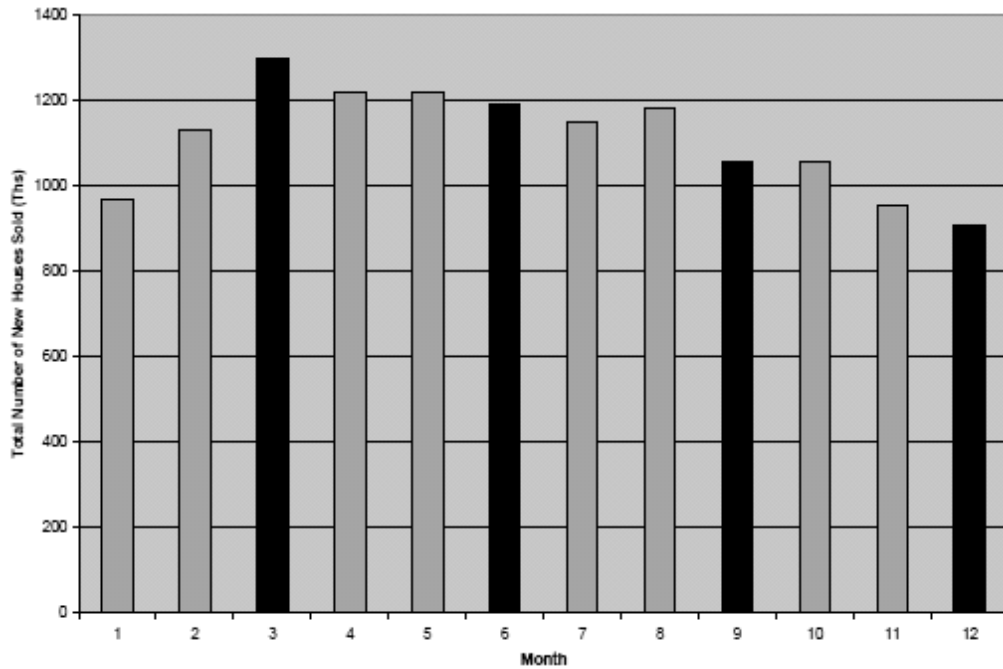


(図 11) MBS の取引件数と住宅販売件数

パネル A : MBS の取引件数



パネル B : 新築住宅の販売件数



(3) 証券化と財務比率

それでは、証券化により売上債権等をオフバランス化することによって、財務比率にどのような影響を及ぼし得るのであろうか。ここでは、Dechow and Shakespeare[2009]によって示されたデータを紹介する。仮に証券化資産がオンバランスされていれば、総資産や負債、レバレッジなどの財務数値がどのように変わるかを、49 企業（178 サンプル）について検証したものである。

これによれば、オンバランス化による総資産の増加率を横軸にとった分布をみるとその中央値は+18%付近に存在する。また、サンプルの 26%が+100%以上の増加率であり、各サンプルの増加率の単純平均は+40%と、中央値よりも大きくなっている。同様に、レバレッジの増加率をみると、その中央値は+20%付近に存在する。また、サンプルの 27%が+100%以上の増加率を、サンプルの 9%は+500%以上もの増加率であり、各サンプルの増加率の単純平均は+40%である。

(4) 小括

以上の結果からみてとれることは、証券化によって売上債権等の資産サイドをオフバランス化することは、財務比率を計算するうえで意味があり、それは特に期末において重要であるため、経営者は期末に証券化という一種のストラクチャリングを行う可能性があるということである。このことは一見、経営者が、売上債権等の証券化を行う時期を極めて裁量的に選択することを通じて財務諸表の数値を操作しているように見える。しかし、企業行動には裁量の余地があり、証券化についてオフバランス化する会計処理が認められている範囲内においては、証券化のタイミング自体を会計基準が抑止することはできないであろう。すなわち、このような経営者の行動は、他にいかなる会計基準ができて抑止できないものである⁸。

⁸ なお、FASB は現在、証券化取引について、sales treatment による会計処理を事実上できないようにする方向での基準改訂を目指しているようである。それが昨今のサブプライムローン問題を背景に、証券化がもたらした経済的な影響を重視しているためなのか、あるいは会計を中立的に捉え、そもそも証券化自体、その実態は売却ではないと捉えているためなのかは明らかではない。もし後者の会計基準を中立的な観点から作成するというのであれば、sales treatment は残り得ると考えられるが、前者を重視しているのであれば、FASB がこうした会計処理を禁止することは理解できるように思われる（ただし、証券化を純粋に資金調達手段と捉え、それによってキャッシュを回収するという意味合いは残るため、sales treatment が禁止されても、証券化自体は完全にはなくなるであろう）。仮に会計基準は中立的であるべきという議論に立った場合、経営者が何らかのインセンティブに基づいて財務諸表を一定の方向にリードしようとするのは仕方のないことであり、それが会計基準では抑止できない経営者の行動ではないかと考えている。ただその場合も、証券化の経済的実態が実際に資産を手放したのでないにもかかわらず、あたかも切り離してしまったかのような会計処理をすることは、FASB のいう狭義のストラクチャリングと質的に同じ問題を含んでいるといえよう。なお、多くの実証研究では、投資家は、売上債権が証券化によりオフバランス化されていても、株価との関連ではオンバランスされているかのようにプライシングしているという結果が得られており、投資家が判断するに当

3. 希薄化後 EPS をめぐる裁量的行動

ここでは、かつて希薄化後 EPS についてもストラクチャリングの余地があったことを、Contingent Convertible Bonds (COCOs) を例に説明する⁹。

(1) COCOs の会計処理

COCOs とは、株価が事前に指定された値に達しなければ普通株への転換権が発生しない転換社債である。COCOs においては、「100 円で転換できる」といった条項ではなく、「実際の株価が 100 円以上に達すれば転換できる」といった条項が付されており、転換条件に株価条件が含まれる。その意味でコンティンジェントである。COCOs は、米国において 2000 年 11 月に初めて発行された後、2004 年 6 月までに、約 300 件発行されている。例えば 2004 年の上半期に発行された転換社債のうち、約 85% が COCOs であった。しかしながら、2004 年 7 月に FASB が COCOs に対する会計処理を変更する EITF¹⁰ を提案したことに伴い、発行が急減した。

2004 年 7 月にこの EITF が提案されるまでは、米国財務会計基準 (FAS) 第 128 号において、COCOs を含む条件付発行株式については、転換に必要なすべての条件が満たされない限り、希薄化後 EPS の計算に含めなくてよいとされていた。すなわち、COCOs を発行しても希薄化後 EPS は低下しなかった。これに対して、通常の転換社債であれば、転換に伴う希薄化の効果が希薄化後 EPS の計算に含まれる (税引後支払利息が分子に加算され、負債は期首に株式に転換されたと想定して分母に加算される)。このため、希薄化後 EPS の低下を嫌う経営者は、通常の転換社債ではなく COCOs を発行するインセンティブを持っていたと考えられる。これに対して、2004 年 9 月に上記 EITF Issue No.04-8 “The Effect of Contingently Convertible Debt on Diluted Earnings per Share” が発効し、希薄化後 EPS の計算上、COCOs は通常の転換社債と同様に会計処理されることになった。

(2) COCOs の発行による希薄化後 EPS の操作

ここでは、COCO を最初に発行した Tyco International のケースを例に、COCOs 発行にはどのようなベネフィットがあったのかを確認したい。Tyco International は、Lucent Power の買収資金を調達するために、メリルリンチを主幹事として、2000 年 11 月に

たって十分な情報は既に提供されているとも考えられる。

⁹ ここでの記述は、主に Marquardt and Wiedman[2005]を参照している。

¹⁰ FASB の緊急問題専門委員会 (Emerging Issue Task Force) 合意事項。

COCO を発行した。発行金額は 34.5 億ドルで、転換社債の発行金額としては、その時点で米国史上最大規模であった。通常の LYON (liquid yield option notes) に条件付転換条項を付したものであり、利回りはわずか 1.5% にすぎなかったにもかかわらず、機関投資家の間で大人気となった。

具体的な商品性は、次のようなものであった。すなわち、額面 1,000 ドルに対して 741.65 ドルで発行され、1 単位につき 10.3014 株の普通株に転換される。つまり、発行日における 1 株当たりの転換価格は 72 ドル (発行価格 741.65 を株数 10.3014 で除したものである)。また、期末の 30 営業日中 20 営業日における株価が転換価格の 110% (72 ドル×110%=79.2 ドル) 以上でなければ転換しないという転換条項が付いていた。以上から、期末の一定期間における株価が 79.2 ドル以上であれば、この COCO は希薄化後 EPS の計算に影響を与えるが、その条件を満たさない限りにおいては希薄化後 EPS 計算に反映されず、この点で、経営者にとっては、通常の転換社債を発行するよりも望ましい処理が行われることになる。

実際に Tyco International の COCO が希薄化後 EPS に与えた影響についてみると、2001 年 9 月期における同社の希薄化後 EPS (COCO はその算定に含まれていない) は 2.55 ドルであった。仮に COCO が通常の転換社債であったとすると、希薄化後 EPS を計算するに当たり、分子に税引後支払利息 (3,480 万ドル) が、分母に潜在的普通株式 (4,250 万株) が加算されることにより、希薄化後 EPS は 2.51 ドルに低下する。すなわち、COCO が通常の転換社債であった場合と比べると、希薄化後 EPS は約 2% 高くなったということであり、これが COCO 発行のメリットであったことがわかる。

ちなみに、Marquardt and Wiedman[2005]では、どのような企業が COCOs を発行していたのかに関する調査結果が示されている。これによれば、通常の転換社債を発行した場合には希薄化後 EPS が低下する企業が COCOs を発行しており、かつ、希薄化後 EPS の低下度合いが大きくなればなるほど、COCOs を発行する比率が高くなる。また、希薄化後 EPS をベースとした経営者報酬制度が導入されている企業ほど、通常の転換社債ではなく、このようなコンティンジェントなオプション性を持った転換社債を発行する比率が上昇していたことが示されている¹¹。

(3) 小括

FASB は、基本的所有アプローチを採用する理由の 1 つとして、ストラクチャリン

¹¹ 本来、EPS をベースとした経営者報酬制度の存在を投資家が知っていれば、COCO の発行によって社外流出が増えるため、株価が逆の反応をするという形でペナルティが科され、こうしたシステムは長くは続かないという帰結になるはずである。にもかかわらず、COCO の発行が増えていったということは、市場が完全ではなかったということを示していると考えられる。

グの余地をなくすことを挙げている。しかし、COCOs の例からわかるとおり、財務情報全体に対してストラクチャリングの余地をなくすためには、負債と資本の区別の議論だけでは足りず、EPS などについても検討する必要がある。言い換えれば、単に貸借対照表上の認識の次元だけではなく、損益計算書あるいは場合によっては EPS の計算などについても、ストラクチャリングの余地をなくさなければならないであろう。

4. 公正価値評価による利益操作：証券化とストック・オプション

仮に EPS の計算などにおけるストラクチャリングの余地をなくしたとしても、公正価値評価¹²を行う限りにおいて、別の次元でのストラクチャリングあるいは利益操作がある程度発生するのではないか。ここでは、こうした問題意識を前提に、証券化およびストック・オプションを例に公正価値評価に伴うストラクチャリングについて論じる。

(1) 証券化に伴う公正価値評価とストラクチャリング

既述のとおり、証券化についてオフバランス化する会計処理 (sales treatment) は、米国金融界では「gain on sales」と呼ばれている。ここでは、なぜ「gain on sales」なのかを具体例を用いて説明する。

表 1 は、ハーレーダビッドソン社の 2001 年 12 月期から 2003 年 12 月期までの損益計算書を示しており、これによると、売上高や営業利益などは順調に増加している。しかし、同社は、小売業者に対して売却したバイクの売上債権を証券化しており、この証券化に伴う取引に対して資本市場から否定的な評価を受けていた。具体的には、表 1 中、例えば 2003 年 12 月期には、「279,459」の金融サービスによる利益があり、このうち証券化による利益が「82,221」となっている。この証券化による利益は、2001 年 12 月期から順調に拡大しているが、この金額に対して、アナリストは疑義あるいは懸念を有していた。

¹² 公正価値の評価は、モデルや前提の置き方によって数字が大きく変わってくるうえ、ある見積り結果を非合理的であるとして監査人が排除することも難しい。これに対して、例えば従来からある貸倒引当金の見積りは、過去の実績に照らして合理的な見積りであるか否かをチェックできる点で、公正価値評価とは異なると考えられる。

(表 1) ハーレーダビッドソン社の損益

	in thousands		
	Dec-03	Dec-02	Dec-01
売上高	4,624,274	4,090,970	3,406,786
売上総利益	1,665,556	1,417,841	1,152,971
金融サービスによる利益	279,459	211,500	181,545
内訳 証券化による利益	82,221	56,139	45,037
金融サービスによる費用	111,586	107,273	120,272
営業利益	1,149,264	882,702	662,501

資料出所：Miller and Cohen[2006]

なぜ資本市場が証券化による利益に対して疑義を持つのかについて、表 2 以下の設例をもとに説明したい。

まず表 2 の設例 1 は、売上債権を売却した場合の会計処理である。今 A 社が、その保有する取得原価 2,000 万円の売上債権のうち、80%を他社に 1,610 万円で売却し¹³、A 社に売却益が発生したとする。この場合は売却益 10 万円が計上されるが、これはキャッシュの裏付けのある利益である。ゆえに、会計上の問題はないし、アナリストが疑義を挟む余地もない。

(表 2) 設例 1：売上債権売却の会計処理

(借方) 現金	16,100,000	(貸方) 売上債権	16,000,000
		売却益	100,000

これに対し、表 3 に示す設例 2 では、証券化により売上債権をオフバランス化した場合には、問題となり得る売却益が発生することを示している。今 A 社の貸借対照表に、2,000 万円の売上債権が計上されているとする。A 社はこれを導管会社に譲渡し、金利のみのストリップ部分と元本に係る支払いのうち最も劣後する部分のみを保有し続けるほか、債権回収サービスも行うとする。A 社は、優先請求権を持つ証券（優先証券）を売却したことにより、1,900 万円を現金で受領する。また、金利のみのストリップ、劣後部分、債権回収サービス資産の公正価値は、それぞれ 80 万円、25 万

¹³ そもそも売上債権の 80%に相当する額を、売却益が出る形で処分することは現実には考え難いが、ここでは比較のためにこのような設例とする。

円、13万円とする。優先証券、金利のみのストリップ、劣後部分、債権回収サービス資産の公正価値の合計は2,018万円である。この2,018万円をどのように按分するかというと、合計が100%になるように優先証券から債権回収サービスまでのそれぞれの比率を求め、当該比率に基づいて、もとの簿価（2,000万円）を配分する。その結果、優先証券の簿価は18,830,525円となり、A社が保有し続ける金利のみのストリップ、劣後部分および債権回収サービスの簿価もそれぞれ表3のとおり計算される。

(表3) 設例2：証券化の会計処理

	公正価値	比率	配分	売却	保有
優先証券	19,000,000	94.2%	18,830,525	18,830,525	
金利のみのストリップ	800,000	4.0%	792,864		792,864
劣後部分	250,000	1.2%	247,770		247,770
債権回収サービス	130,000	0.6%	128,840		128,840
合計	20,180,000	100.0%	20,000,000	18,830,525	1,169,475

表4は、このような取引についての仕訳を示している。A社は、売上債権の売却により現金1,900万円を獲得する。売上債権2,000万円はオフバランス化されるので、貸方に記入される。現金、金利のみのストリップ、劣後部分および債権回収サービス資産の合計額と、売上債権の2,000万円の間には差額169,474円が発生し、これが売却益として計上される。この売却益は、金利のみのストリップ、劣後部分および債権回収サービス資産を公正価値で評価したことに伴い発生するものであり、先ほどのハーレーダビッドソンの例でいう「証券化による利益」に相当する。

(表4) 設例2：証券化の会計処理（仕訳）

(借方) 現金	19,000,000	(貸方) 売上債権	20,000,000
金利部分のストリップ	792,864	売却益	169,474
劣後部分	247,770		
債権回収サービス資産	128,840		
<hr/>			
(借方) 金利部分のストリップ	7,136	(貸方) 包括利益	9,366
劣後部分	2,230		

ところで、この169,474円という数値は、金利のみのストリップ、劣後部分、債権

回収サービス資産の公正価値をどのように計算するかによって変わってくるものである。表5は、これらの公正価値について、表3と異なる見積り（それぞれ95万、30万、20万）を行った場合を示している。その結果、公正価値の合計金額も比率も変わり、それゆえに配分額も変わる。これについて証券化に伴う会計処理を行うと、先ほどと同様にやはり売却益が発生するが、先ほどは約169,000円であったのに対して、表5の見積りの下では約418,000円となり、売却益が増加している。

(表5) 設例2'：証券化の会計処理

	公正価値	比率	配分	売却	保有
優先証券	19,000,000	92.9%	18,581,907	18,581,907	
金利のみのストリップ	950,000	4.6%	929,095		929,095
劣後部分	300,000	1.5%	293,399		293,399
債権回収サービス	200,000	1.0%	195,599		195,599
合計	20,450,000	100.0%	20,000,000	18,581,907	1,418,093

(借方) 現金	19,000,000	(貸方) 売上債権	20,000,000
金利部分のストリップ	929,095	売却益	418,092
劣後部分	293,398		
債権回収サービス資産	195,599		

(借方) 金利部分のストリップ	20,905	(貸方) 包括利益	27,506
劣後部分	6,601		

繰り返しになるが、この売却益は、結局のところ、3つの構成要素に対してどのような公正価値を見積るかに依存しており、見積り次第でいかようにも変えることができる。しかも、この証券化による売却益は、損益計算書に計上される。ハーレーダビッドソンの財務諸表に対してアナリストが疑義を投げかけたのも、証券化による利益が増加しているものの、それは公正価値の測定方法に依存するものであり、経営者がコントロール可能なものであるからといえる¹⁴。

¹⁴ ここではハーレーダビッドソン社の売上債権売却のケースを取り上げたが、日本の会計基準も基本的には米国と同様であるため、日本においても、例えば住宅ローンの証券化に伴い、ハーレーダビッドソン社のケースと同じような利益操作が行われている可能性がある。

(2) ストック・オプションの公正価値評価とストラクチャリング

ここでは、ストック・オプションの会計処理については経営者にストラクチャリングの余地があるということに加え、米国基準あるいは国際会計基準と比較すると、日本基準では基準そのものにストラクチャリングの余地があることを指摘したい。

イ. 日本基準、米国基準、国際会計基準の比較

ストック・オプションに関する日本基準、米国基準、国際会計基準の類似点として2点を挙げるができる。第1に、いずれの基準においても、ストック・オプション付与日においてのみそれを公正価値評価するという点である。第2に、その後の処理として、付与日から権利確定日までの間に、公正価値を費用として按分処理するという点である。例えばストック・オプションが付与日に100億円の公正価値で評価され、権利確定日までに5年あるとすれば、毎年20億円ずつが費用として按分処理される。

他方、相違点としては、ストック・オプションに株価条件が付いている場合（例えばある保有者が120円で権利行使するためには、「株価が一度でも130円を上回ること」等の条件を満たす必要がある場合）の処理として、日本基準のみが、ストック・オプションの株価条件を公正価値の単価に反映することを認めずに、ストック・オプション数に反映することを求めている点である。すなわち、ストック・オプションの費用あるいは公正価値は、まずストック・オプションの単価を計算し、それにストック・オプション数を掛け合わせることで算定されるが、日本基準では、株価条件が付されている場合、それを単価に反映させるのではなく、オプション数に反映しなければならない。具体的には、例えば株価条件の付されたストック・オプションが100単位付与され、株価条件による失効の見込みが20と見積られた場合、ストック・オプション数を80とすることによって、株価条件を全体の公正価値評価に織り込むことを要求している。これに対して、米国基準や国際会計基準では、株価条件は公正価値の単価に反映される。

実際には、株価条件をストック・オプションの公正価値の単価に反映させることは、理論的にも実務的にも可能であり、オプション数に反映させるよりも優れた手法といえる。それにもかかわらず、日本基準では、株価条件を公正価値の単価に反映させるのではなく、オプション数に反映させることとされており、基準自体がストラクチャリングの余地を内包しているといえる。

ロ. オプション評価モデルと公正価値

表 6¹⁵は、会計基準に関わらず、ストック・オプションの測定方法によって公正価値が全く異なることを示している。例えば、A社(1)をみると、BS式でストック・オプションの公正価値を測定し、かつ満期日にオプションが行使されるものとして計算した場合、1単位当たりのストック・オプションの価値は「308.43」となる。これに対して、H&W(Hull-White)モデルの1つ目の条件で計算すると、「248.80」となる。ストック・オプションは費用計上されるから、経営者は、費用計上額を減らすために、「248.80」の結果を使うと考えられる。同様にC社についてみると、H&Wモデルの上から4つ目では「96,858.49」という計算結果となる一方、BS式で満期日に行使されるという前提で計算すると「173,445.95」となる。このように、どのモデルで評価するかによって、ストック・オプションの公正価値は変わってくる。

(表6) オプション評価モデルと公正価値

	A社(1)	A社(2)	B社	C社
オプション	付与日	2005/6/24	2005/6/24	2005/8/11
	付与株数	2600000	538000	502000
	付与日の株価(円)	694	694	294
	行使価格(円)	729	1	294
	権利確定期間(年)	2.000	0.016	1.882
	権利行使期間(年)	6.000	19.984	4.000
	対象者(名)		91	26
パラメータ	株価	694	694	294
	行使価格	729	1	294
	リスクフリーレート	0.894%	1.899%	0.839%
	配当利回り	1.203% (過去8年平均)	1.203% (過去8年平均)	1.261% (過去6年平均)
	オプション期間	8.000	20.000	5.882
	権利確定期間	2.000	0.016	1.882
	ボラティリティ	48.539%	44.320%	35.247%
計算結果	BS式(満期日行使)	308.43	544.91	88.08
	BS式(中間日行使)	257.29	614.51	74.37
	アメリカン	317.43	692.87	90.13
	H&W($\lambda=0\%$, $M=1.5$)	248.80	692.87	81.00
	H&W($\lambda=0\%$, $M=2.0$)	285.80	692.87	88.47
	H&W($\lambda=0\%$, $M=2.5$)	302.77	692.87	89.80
	H&W($\lambda=3\%$, $M=1.5$)	230.28	692.53	75.44
	H&W($\lambda=3\%$, $M=2.0$)	262.34	692.53	82.02
	H&W($\lambda=3\%$, $M=2.5$)	276.78	692.53	83.15
	MC($\lambda=0\%$, $M=1.5$)	253.10	692.84	84.52

資料出所：三浦・長山・野間・伊藤・千葉[2006]

¹⁵ 表中、BS式とはブラック・ショールズモデル、H&Wとはハル・アンド・ホワイトモデル、MCとはモンテカルロ・シミュレーションを指している。また、BS式の括弧内に付記されている満期日行使、中間日行使とは、いつストック・オプションが行使されると考えるかであり、H&Wの括弧内の付記は、それぞれの計算における条件を示している。

(3) 小括

本節(1)からわかるとおり、証券化によって投資家に売却した優先証券については、時価が存在するため *arms-length calculation* となり、時価と公正価値が等しくなるのに対して、証券化のオリジネーターである A 社が保有し続ける資産や負債については、時価が存在しないため *arms-length calculation* ではなく、その公正価値は企業の見積り次第で変わり得る。言い換えれば、証券化により公正価値評価が必要となるが、公正価値評価に伴い、損益計算書に直接影響を与える「証券化による利益」をある程度操作することが可能ということである。

公正価値評価に伴うこの問題は、証券化に限ったことではなく、公正価値で評価するといふ始めた途端に、ほぼすべての取引で発生し得る論点である。実際、本節(2)でみたとおり、ストック・オプションについても、会計基準やオプション評価モデルによって公正価値はさまざまに変わり得る。また Yermack[1998]や Aboody *et al.*[2006]、Bartov *et al.*[2007]では、米国企業の経営者はストック・オプションの価値測定において、費用計上額が小さくなるようなモデルやパラメータを選択していることが報告されている。

結局、FASB が例えば基本的所有アプローチを採用することによって、負債と資本の区分に関するストラクチャリングあるいは経営者の裁量の余地を減らしたとしても、金融資産・負債の公正価値評価を指向する限りにおいて、ストラクチャリングあるいは経営者の裁量の余地は残る。また、公正価値評価の対象となる負債の範囲が広がることによって、価値評価における経営者の裁量的行動の機会が増大する可能性もあるのである。換言すれば、ストラクチャリングあるいは経営者の裁量的行動の次元が、認識から測定へとシフトするのである。

5. ストラクチャリングと会計基準

ここでは、ストラクチャリングと会計基準の関係について述べたい。具体的には、経営者はどのような会計基準の下でどのような裁量的行動をとるか等について、経済学あるいは法と経済学の分野で議論された理論やそこから派生した仮説を基に、監査人に対してアンケート調査を行った結果を紹介する¹⁶。

¹⁶ ここでの記述は、主に Nelson, Elliott and Tarpley[2002]を参照している。なお、昨今、プリンシプル・ベースの会計基準とルール・ベースの会計基準のいずれがよいか議論されているが、ここでのアンケート調査は、米国の監査人を対象としたものであり、ルール・ベースの会計基準を前提としたものといえる。

(1) 会計基準の精度と経営者による利益操作

表7は、「あなたが監査している企業の経営者は、どのような利益操作を行おうとしましたか」という問いに対する監査人の回答を、会計基準の精度の高さ別に示している¹⁷。例えば左上の「292」という数字は、ある取引に適用される会計基準の精度が低い場合に、ストラクチャリングを伴わない取引によって経営者が会計数値を操作しようとした件数が292件であったことを意味する。

表7によれば、高い精度の会計基準でストラクチャリングを伴う取引が起きる確率(23%)は、低い精度の会計基準の下でストラクチャリングを伴う取引が生じる確率(6.7%)よりも高いことがわかる。すなわち、会計基準の精度が高いほど、ストラクチャリングを伴う取引が生じるのである。

(表7) 会計基準の精度とストラクチャリング

	ストラクチャリング を伴わない取引	ストラクチャリング を伴う取引	合計	
低い精度の会計基準	292	21	313	21/313=6.7%
高い精度の会計基準	156	46	202	46/202=23%
合計	448	67		

(2) 会計基準の精度と監査人の修正要求

表8は、「あなたが監査している企業の経営者が行おうとしたどのような利益操作に対して、監査人であるあなたは修正を要求しましたか」という問いに対する回答を示している。

表8中、左上の「115/292」という数字の「292」は、表7の「292」(低い精度の会計基準に対して経営者がストラクチャリングを伴わない取引による利益操作を試みた件数)である。そのうち、監査人が経営者に対して修正を要求したのが115件、つまり、39%であったことを示している。着目したいのは、高い精度の会計基準で規定

¹⁷ ここでは、「ストラクチャリング」の語は、FASB 予備的見解のいうストラクチャリングと同様、経済的実態は同じであるが法形式を変更することによって会計処理を変えるという意味で用いている。これに対し、ストラクチャリングを伴わない取引とは、見積りを変える場合などを指す。例えば引当金についての見積りの変更は、ストラクチャリングを伴わない取引に当たる。また、低い精度の会計基準、高い精度の会計基準の意味であるが、例えば、連結範囲の基準として、持株比率基準のように50%以上という明確な数字が決まっている場合は高い精度、実質的支配力基準などは低い精度になる。また、従来の企業結合会計のように、持分プーリング法を採用するために満たさなければならない要件が具体的に示されているものは精度が高いと定義している。どちらの会計基準がよいかという議論ではなく、あくまでもこうした意味で精度の高低という語を用いている。表8においても同様である。

されている取引についてストラクチャリングを行った場合には、監査人が修正を要求したのはわずか15%ということである。これは、高い精度、すなわち数値基準などによって会計基準が規定されているがゆえに、経営者のストラクチャリングに対して監査人は修正要求し難いということを示している。

(表8) 会計基準の精度と監査人の修正要求

	ストラクチャリング を伴わない取引	ストラクチャリング を伴う取引	合計
低い精度の会計基準	115/292=39%	7/21=33%	122/313=39%
高い精度の会計基準	97/156=62%	7/46=15%	104/202=51%
合計	212/448=47%	14/67=21%	226/515=44%

(3) 小括

表7および表8から読み取れることをまとめると、①低い精度の会計基準によって規定されている取引については、経営者はストラクチャリングによらず利益操作を行う（例えば見積りの変更など）、②高い精度の会計基準によって規定されている取引については、経営者はストラクチャリングによって利益操作を行う、③監査人は、経営者が高い精度の会計基準によって規定されている取引についてストラクチャリングを通じた利益操作を試みたとき、その修正を要求することは困難である、ということがいえそうである。すなわち、高い精度の会計基準によって規定された取引について経営者がストラクチャリングを行えば、監査人は修正を要求し難いため、結果的に財務諸表に操作された数値が残ってしまう可能性が高い。

6. 結びに代えて——会計基準はストラクチャリングを抑止できるか

以上をまとめると、「ストラクチャリング」という言葉をやや広く定義すれば、それをめぐる経営者の裁量的行動には3つの次元があると整理できる。

第1は、取引を行うかどうか、あるいはいつ行うかという次元である。具体的には、2節でみた証券化を行うかどうか、あるいはいつ行うかという次元であり、会計基準は取引そのものを規制することはできない。つまり、こうした取引を行うかどうかもまたストラクチャリングと呼ぶのであれば、この次元のものについては会計が規制することはできないといえる。

第2は、取引を財務諸表にどのように認識するかという次元である。FASB 予備的

見解は、この次元のストラクチャリングの抑止を念頭にしている。確かに基本的所有アプローチによれば、負債と資本の区分をめぐるストラクチャリングは抑止されるであろうが、それだけでは十分とはいえず、例えばEPS計算におけるストラクチャリングを抑止するような会計基準が必要となろう。なお、この次元のストラクチャリング抑止のためには、ルール・ベースの会計基準でなく、プリンシプル・ベースの会計基準が必要とされるのかもしれない。すなわち、プリンシプル・ベースの会計基準によって、認識上のストラクチャリングの問題は改善される可能性があるのではないか。

第3は、取引をどのように測定するのかという次元である。例えば、経営者にとって望ましい財務諸表になるように公正価値評価を行う（ストック・オプションの例でいえば、なるべく公正価値の金額を小さくしようとする）といったものであり、こうした測定の次元におけるストラクチャリングについては、基本的所有アプローチが適用されれば、むしろその余地は広がることが予想される。なぜならば、負債とされる範囲が拡大し、かつ每期それを公正価値で再測定することになるからである¹⁸。

FASB 予備の見解が提案する基本的所有アプローチは、バランスシート上の負債と資本の区分に関するストラクチャリングの抑止については有効性を持つ可能性がある。しかしながら、より広い意味でのストラクチャリングを抑止するためには、証券化取引はほぼすべてをオンバランス化させる、EPS計算における会計上の操作を抑止できるような会計基準を導入するといった、補完的な措置が必要になる。また、5節でみたとおり、高い精度の会計基準によって規定された取引について経営者がストラクチャリングを行えば、監査人は修正を要求し難い。このことは、プリンシプル・ベースの会計基準にシフトするための契機になるかもしれないと考えられる。さらに、基本的所有アプローチが、金融資産・負債を公正価値で評価し、その評価差額を每期損益計算書に計上することを求めるものであれば、かえって測定の次元のストラクチャリングの余地を増やすだけである。すなわち、経営者による会計操作の次元を認識から測定に変えるだけであって、そうなったときに、果たして財務諸表の利用者は耐えられるのかが問題であろう。

翻って考えるに、会計上デリバティブを一切認識せず、すべて取得原価主義でいくという決断をしない限り、ストラクチャリングの余地は必ずどこかにあるであろう。そして、ストラクチャリングが発生することに伴う社会的なコストと、それを会計上防ぐことによって得られるベネフィットは、各国の法制度や経済制度等に依存し、均

¹⁸ 例えばストック・オプションは、現行基準では、日米、国際会計基準のいずれであっても資本に区分され、付与日のみ公正価値評価されるのに対し、これが負債に区分されることになれば每期公正価値で再評価することが可能になる。こうした会計処理については、Ohlson and Penman[2005]を参照されたい。ただし、Ohlson and Penman[2005]は、ストック・オプションだけではなく、ペイオフが株価に依存して決まる請求権あるいは証券一般を対象にして議論している点に留意されたい。

衡点は国によって異なるはずである。そうであるにもかかわらず、グローバルに一律の基準で決めてしまうのは不適當である¹⁹。例えば、FASBの予備的見解が提案する基本的所有アプローチについていえば、確かに米国では、負債と資本の区分に係るストラクチャリングを抑止するためのコストが多額であり、他方でそれを抑止することを放棄することもできず、それゆえに、負債と資本を低いコストで明確に区分できる基準にしようとしているのであろう。アメリカではそれでよいとして、同じ議論を、負債と資本の区分についてそれほどコストが発生していないように思われる他国（例えば日本）に持ち込むことは、それに伴って、これまで存在していた経済的なメリットが失われると考えられる。言い換えれば、FASBがアメリカにおいて経済的影響を重視するのは理解されるものの、その議論を安易に日本に適用することに伴うコストが懸念される。

¹⁹ 例えば、外資系金融機関が日本市場に新しい商品を持ち込むときに、海外で発行されたものを輸入するケースはしばしばあるが、こうした新商品が必ずしも日本市場で浸透しないことがある。これも、法制度や経営者の行動パターンに差があるがゆえであり、ストラクチャリングについても同様のことがいえる可能性がある。

【参考文献】

- 秋坂朝則、「会計上の負債と払込資本の区分をめぐる国際的な動向とわが国への適用可能性について」、『金融研究』第 28 巻第 1 号、日本銀行金融研究所、2009 年、99～117 頁
- 大杉謙一、「負債・資本の新区分と会社法」、IMES Discussion Paper Series 2009-J-4、日本銀行金融研究所、2009 年
- 三浦良造・長山いづみ・野間幹晴・伊藤正晴・千葉義夫、「ストック・オプションの価値評価と会計基準」、『企業会計』第 58 巻第 5 号、中央経済社、2006 年、74～80 頁
- Aboddy, D., M. Barth, and R. Kasznik, “Do Firms Manage Stock-based Compensation Expense Disclosed under SFAS123?,” *Review of Accounting Studies*, Vol.11 No.4, March 2006, pp.429-461.
- Bartov, E., P. Mohanram, and D. Nissim, “Managerial Discretion and the Economic Determinants of the Disclosed Volatility Parameter for Valuing ESOs,” *Review of Accounting Studies*, March 2007, pp.155-179.
- Dechow, P. M., and C. Shakespeare, “Do Managers Time Securitization Transactions to Obtain Accounting Benefits?,” *The Accounting Review*, Vol.84 No.1, January 2009, pp.99-132.
- Miller, G. S., and J. Cohen, “Harley-Davidson, Inc: Motorcycle Manufacturer or Financing Company?,” Harvard Business School Case 9-105-027, 2006.
- Marquardt, C., and C. Wiedman, “Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted Earnings per Share,” *Journal of Accounting Research*, Vol.43 No.2, May 2005, pp.205-243.
- Nelson, M. W., J. A. Elliott, and R. L. Tarpley, “Evidence from Auditors about Managers' and Auditors' Earnings Management Decisions,” *The Accounting Review*, Vol.77, Supplement 2002, pp.175-202.
- Ohlson, J. A., and S. H. Penman, “Debt vs. Equity: Accounting for Claims Contingent on Firm's Common Stock Performance with Particular Attention to Employee Compensation Options,” White Paper No. 1, Center for Excellence in Accounting and Security Analysis, Columbia Business School, 2005.
- Yermack, D., “Companies' Modest Claim about the Value of CEO Stock Options Awards,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.10, 1998, pp.207-226.