

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

企業のガバナンス構造と
会計戦略および企業価値との関連性について

あさのたかし ふるいちみねこ
浅野敬志・古市峰子

Discussion Paper No. 2014-J-5

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。

企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について

あさのたかし ふるいちみねこ
浅野敬志*・古市峰子**

要 旨

本稿は、一般に認められた会計原則（GAAP）の枠内での具体的な会計処理につき経営者に一定の裁量余地がある場合において、財務報告の目的の1つである情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減をよりよく達成し、ひいては企業価値の向上につながりうるような会計戦略を経営者が選択するうえで、企業のガバナンス構造はどのような影響を与えるかを検討している。

考察の結果、会計戦略が経営者の機会主義的な目的ではなく、私的情報の提供等によるエージェンシー・コストの削減を目的としてなされた場合には、利益の質の向上による資本コストの低下を通じて企業価値の向上がもたらされる可能性が高まることが示唆された。そうした経営者の目的は投資家等から判別困難であるものの、企業のガバナンス構造からある程度推察可能と捉え、経営者による会計戦略の選択が企業価値の向上につながりうる場合のガバナンス構造を検討し、例示している。そのうえで、仮説（推論）として、①例示のようなガバナンス構造を有する企業においては、利益平準化や保守主義が企業価値の向上に資する一方、そうでない企業がこうした会計戦略をとることは企業価値の向上につながらない可能性が高いこと、②法規制や慣行等により、こうしたガバナンス構造を有する企業が少ない国・地域では、会計基準等によって会計戦略にかかる経営者の裁量余地を狭めるほうが望ましいこと、③他の仕組みによってガバナンスが強く働いている企業が保守主義の程度を強めることは、場合によっては企業価値の減少につながりかねないこと、を提示している。

キーワード：会計戦略、利益調整、コーポレート・ガバナンス、利益平準化、保守主義、利益の質、企業価値

JEL classification： M41

* 首都大学東京大学院社会科学部准教授・日本銀行金融研究所（E-mail:takasano@tmu.ac.jp）

** 日本銀行金融研究所企画役（E-mail: mineko.furuichi@boj.or.jp）

本稿は、2014年3月17日に日本銀行金融研究所が主宰したワークショップ「コーポレート・ガバナンスが企業の会計戦略を通じて企業価値に与える影響について」における導入論文として作成したものである。本稿の作成に当たっては、先行研究のレビューにおいて大坪史尚（日本銀行金融研究所）および杉村和俊（同）の協力を得た。同ワークショップにおいては、座長の中野誠教授（一橋大学）をはじめとする参加者から多くの有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。なお、公表に当たり、若干の加筆・修正を行った。

目 次

1. はじめに	1
2. 会計戦略の目的および効果.....	4
(1) 会計戦略の種類	4
(2) 会計戦略の目的（動機）	7
イ. 機会主義的な目的	7
ロ. 情報提供の目的	9
ハ. 効率的契約の目的	10
(3) 会計戦略の効果（企業価値への影響）	11
イ. 利益平準化の効果	13
ロ. 保守主義の効果	16
(4) 小括	19
3. 企業のガバナンス構造と会計戦略の関連性.....	20
(1) 取締役会構成（社外取締役比率）	21
(2) 株式所有構造	26
イ. 経営者持株比率	27
ロ. 機関投資家持株比率	30
ハ. 安定株主比率（持合い等）	32
(3) 資金調達構造	37
イ. 負債比率	37
ロ. メインバンク依存度	40
(4) 市場環境	43
4. 企業のガバナンス構造が会計戦略とその効果に与える影響について	46
5. おわりに	49
【参考文献】	51

1. はじめに

本稿は、一般に認められた会計原則（GAAP）の枠内での具体的な会計処理につき経営者に一定の裁量（会計戦略）の余地がある場合において、財務報告の目的をよりよく達成し、ひいては企業価値の向上につながりうるような会計戦略を経営者が選択するうえで、企業のガバナンス構造はどのような影響を与えるかについて検討することを目的としている。

国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards : IFRS）財団ないし国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board : IASB）の活動は、2001年の設立来10年以上を経て、当初急務であった会計基準設定プロセスの基本的構造の構築およびIFRSの開発がほぼ一段落し、足許、確立した基準のメンテナンスおよびそれらを各国・地域にどのように浸透させていくかにシフトしつつある。かかる動きは、2013年4月にIASBと各国会計基準設定主体の新しい連携の枠組みとして「会計基準アドバイザリー・フォーラム（Accounting Standards Advisory Forum : ASAF）」が設立されるなど、米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board : FASB）を中心としたバイラテラルな関係から、より多くの会計基準設定主体とのマルチラテラルな関係強化が図られている¹ことから窺える。こうしたなかで、会計と各国・地域における企業環境の特徴（制度的要因）、とりわけ企業のガバナンス構造（取締役会構成、株主構成、資金調達構造、法体系の違い等）との関連性をめぐる問題への関心が従来以上に高まっている²。

他方、IFRS そのものに目を向けると、取得原価から公正価値重視へとシフトするなかで、例えば従来の棚卸資産の評価法（原価法または低価法）のように、代替的な会計処理の選択というかたちでの会計戦略の余地は縮小する一方で、例えば評価モデルを用いた公正価値評価（いわゆる「レベル3資産」の評価）、企業結合（M&A等）における識別可能資産・負債の評価（いわゆる「買入のれん」の評価）、事業用資産やのれんの減損損失の判定・評価など、会計数値の算定における見積り・裁量というかたちでの会計戦略の余地が拡大している。また、IFRSの目指すプリンシプル・ベース（原則主義）による会計基準のもとでは、ルール・ベース（細則主義）による会計基準の場合に比べて、具体的な会

¹ 例えば小賀坂 [2013] 参照。

² 例えば伊藤 [2013] は、IFRS 導入による資本市場へ影響や財務報告（比較可能性や利益の質 < 2. (2) 参照 >）への影響に関する先行研究が必ずしも一貫した証拠を提示していない原因の1つとして、各国の制度的要因が影響している可能性について指摘しており、それを示唆した実証研究として、Ahmed, Neel, and Wang [2013]、Verriest, Gaeremynck, and Thornton [2013] を紹介している（10～12頁）。

計処理における経営者の判断の必要性が高まるといわれており、こうした機会
の増加は経営者の裁量ないし会計戦略の余地の拡大につながるともいえる。

このように、GAAP の枠内での具体的な会計処理において経営者に裁量の余
地がある場合、経営者は、本来、財務報告の目的の 1 つである情報の非対称性
の緩和ないしエージェンシー・コストの削減³に資する会計戦略を選択するこ
とが求められる⁴。さらに、そうした会計戦略の経済的帰結として、企業価値⁵の向
上をもたらされることが望ましい。いうまでもなく、企業価値の向上そのもの
は財務報告の直接の目的ではないものの、例えば財務報告の目的の 1 つである
情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減を通じて資金調達
コストの低下がもたらされるとすれば、そうした会計戦略の選択が企業価値の
向上につながる（あるいは企業価値の毀損を弱める）可能性もあると考えられ
る。しかしながら、実際には、さまざまな要因によって、経営者が財務報告の
目的ひいては企業価値の向上に資する会計戦略を選択するとは限らない。また、
同じ会計戦略をとった場合でも、企業環境（制度的要因）の相違によって、異
なる効果（経済的帰結）がもたらされる可能性も否定できないであろう。

以上のような問題意識から、本稿では、経営者の会計戦略に影響を与えるで
あろう多種多様な企業環境（制度的要因）のうち、企業のガバナンス構造（コー
ポレート・ガバナンス）に焦点を当て、GAAP の枠内での具体的な会計処理に

³ 財務報告の目的については議論の余地もあるが、本稿では、会計情報に期待される 2 つの機能、すなわち、投資意思決定支援機能と契約支援機能を果たしうる会計情報を提供すること、より端的にいえば、情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減につながる会計情報を提供することを財務報告の目的の 1 つとして捉えることとする。投資意思決定支援機能とは、投資家の意思決定に有用な情報を提供し、もって証券市場における効率的な取引を促進する機能をいい、契約支援機能とは、契約の監視と履行を促進し、契約当事者の利害対立を減少させ、契約の効率性を高めることをいう（首藤 [2013b] 251 頁）。前者の機能を果たす情報と後者の機能を果たす情報は必ずしも一致しないとの議論もあるものの、本稿では、これら 2 つの機能に求められる会計情報は重なり合う部分が多いことを前提に（徳賀・太田 [2014] 参照）、これらの機能を果たしうる会計情報を提供することを財務報告の目的の 1 つと捉えている。なお、会計情報の投資意思決定支援機能および契約支援機能の詳細については、例えば須田 [2000] を参照。

⁴ なお、本稿では、会計戦略を「GAAP の枠内で行われる経営者の裁量的な会計処理の選択」として捉えており、GAAP を逸脱した会計処理（いわゆる粉飾決算や不正会計）は含まれない点には留意されたい。

⁵ 企業価値、株主価値および企業業績（パフォーマンス）は必ずしも同義ではなく（例えば柳川 [2007] 参照）、株主価値や企業業績の向上と企業価値の向上は一致しない場合もあるものの、実証研究では企業価値の代理変数として株主価値（株式リターン）または企業業績（パフォーマンス）が用いられることが多いこと等から、本稿では、議論を簡便化するために、差し当たり、これらを同義のものとして捉え、主として「企業価値」と表現している。

つき経営者に裁量の余地がある場合において、財務報告の目的の1つである情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減をよりよく達成し、ひいては企業価値の向上につながりうるような会計戦略を経営者が選択するうえで、企業のガバナンス構造はどのような影響を与えうるかについて、検討することとしたい。こうした検討は、会計基準と各国・地域の企業環境（制度的要因）との関連性を考えるうえでも、有益であろう⁶。

本稿の構成は、以下のとおりである。まず2節では、会計戦略の類型を概観したうえで、一般に「利益調整」ないし「利益マネジメント」と呼ばれる会計戦略のうち、利益平準化および保守主義に焦点を当て、会計戦略の目的（動機）および効果（企業価値への影響）について、やや詳しく整理・考察する。続く3節では、企業のガバナンス構造（コーポレート・ガバナンス）と会計戦略との関連性について、整理・考察する。コーポレート・ガバナンスとは、企業経営の適法性を確保し、効率性を向上させるために、経営者に適切な規律付けを働かせるメカニズム（仕組み）をいう⁷。本稿では、こうしたメカニズムのうち、取締役会構成、株式所有構造、資金調達構造および市場環境に着目し、それらが企業価値との関係でどのようなガバナンス機能を果たし、それが会計戦略にどのような影響を与えうるかについて、みていく⁸。そのうえで4節において、前節

⁶ 例えば黒川 [2009] は、会計情報の供給プロセスとしての会計システムを、①各国の会計基準あるいは国際会計基準の設定主体による GAAP の設定という「社会的選択」と、②GAAP の枠内で各企業が行う具体的な会計方針・手続や見積り方法等の選択という「私的選択」の2つのフェーズに区分し、それぞれの選択フェーズに影響する要因について検討している。このうち、本稿の検討対象は②の「私的選択」が中心となるものの、ここでの検討は、①の「社会的選択」における影響要因を考えるうえでも有益であろう。

⁷ 伊藤ほか [2011] 187 頁、神田 [2013] 166 頁等。なお、エージェンシー理論からは、株主を本人（プリンシパル）、経営者（取締役）を代理人（エージェント）と捉え、コーポレート・ガバナンスは、株主と経営者の利害対立を緩和させるメカニズムとして説明される。すなわち、情報面で優位にある経営者が必ずしも株主の利益（株主価値の最大化）に合致する行動をとるとは限らないため、経営者をモニタリングし、株主の利益に合致する行動をとるよう経営者に働きかけるためのメカニズムと考えられている。これに対して、企業は、株主以外にもさまざまな利害関係者（ステークホルダー）と接点を持っており、そのなかで企業がどのように運営されるべきかという問題としてコーポレート・ガバナンスを捉えるべきとの見解もある。この場合には、もっぱら株主の利益に焦点を当てるのではなく、ステークホルダー全体への配慮が必要となる。もっとも、本稿の考察対象である企業の会計戦略という観点からは、株主価値ないし企業価値の向上につながる会計戦略を経営者が選択することは、株主以外のステークホルダーにとってもベネフィットになるとの見方が可能である。したがって、本稿では、差し当たり、主にエージェンシー理論の観点からコーポレート・ガバナンスの目的および効果（エージェンシー・コストの削減による企業価値の向上）を捉えている。

⁸ このほか、ガバナンスの仕組みとして、例えば内部統制システムや外部監査があり、それらの整備状況や質も経営者の会計戦略や企業価値に影響を与えられられる。もっとも、本稿では、内部統制システムの構築や外部監査の存在によって適正な会計情報が経営者まで報告されてお

までの考察をもとに、企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性についての仮説（推論）を提示し、5節で本稿を締めくくる。

2. 会計戦略の目的および効果

（1）会計戦略の類型

会計戦略は、当期の報告利益に影響を与えるものと、与えないものに大別しうる。前者は、一般に、利益調整、利益マネジメントないし報告利益管理等（以下「利益調整」に統一）と呼ばれる手法のいずれかを適用するかどうかの選択である。他方、後者は、確定した会計利益その他の会計数値をどのように開示・説明するか（あるいはしないか）の選択であり、自発的開示や注記の記載事項・方法等が挙げられる。このうち、本稿では、以下、企業価値により影響を与えうると考えられる前者の会計戦略（利益調整）に焦点を当てて考察を行う⁹。なお、利益調整には、会計数値を対象とした（キャッシュ・フローの変動を伴わない）調整（会計的裁量行動）のほか、実際の経営活動を変更して行う（キャッシュ・フローの変動を伴う）調整（実体的裁量行動）もあるが、本稿は、会計戦略について考察することを目的とすることから、会計的裁量行動のみを取り上げる¹⁰。

利益調整の手法はさまざまであり、その定義や範囲も論者によって異なるが、

り、経営者も不正や粉飾は行わないことを前提とし、そうした状況において経営者が選択する会計戦略の影響について考察することを主目的とすることから、内部統制システム等については取り上げていない。なお、内部統制システムの整備が企業価値ないし会計戦略に与える影響については、例えば米国サーベンス＝オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）に関連したものととして Chhaochharia and Grinstein[2007]、Doyle, Ge, and McVay[2007]、Ashbaugh-Skaife *et al.*[2008]、Li, Pincus, and Rego[2008]、Goh and Li[2011]、Alexander *et al.*[2013]等を、また、外部監査の質が企業価値ないし会計戦略に与える影響については、例えば Becker *et al.*[1998]、Krishnan[2003]、Larcker and Richardson[2004]、Francis and Yu[2009]を、それぞれ参照されたい。

⁹ 日本会計研究学会特別委員会 [2013] では、GAAP の枠内で認められる経営者の利益調整を、①会計基準の選択に関する政策、②会計基準を適用するタイミングに関する政策、③代替的会計方法の中からの選択に関する政策、④選択した会計方法の適用に伴う判断と見積りに関する政策、⑤一般に公正妥当と認められた表示方法に関する政策に分類している（73頁以下）。これに従えば、本稿の検討対象は④が中心となる。

¹⁰ 会計的裁量行動は、発生主義会計によりもたらされる会計発生高（年度の会計利益とキャッシュ・フローとの差）の配分の年度間の付替えにすぎず、長期間でみた利益額に与える影響は一定である。すなわち、当期に報告利益を増加（減少）させるような利益調整を行った場合、その分だけ将来の報告利益が減少（増加）する。これを「会計発生高の反転（accruals reverse）」という。他方、実体的裁量行動は、キャッシュ・フローの変動を伴うため、長期的にみた利益額も変化する。詳細は、首藤 [2013b] 272 頁等を参照。

報告利益の増減に着目すると、利益増加型、利益減少型、利益平準化型の 3 通りに大別される。利益増加型とは、文字通り、利益を捻出あるいは費用を圧縮して当期の報告利益を増加させることをいう。例えば、売上を前倒しで計上する、市場価格以外の公正価値を高めに見積ることにより評価益を多く（または評価損を少なく）計上する、減損損失や引当金を遅めに（少なめに）認識する等が挙げられる。

他方、利益減少型とは、利益を圧縮あるいは費用を捻出して当期の報告利益を減少させることをいう。例えば、市場価格以外の公正価値を低めに見積ることにより評価益を少なく（または評価損を多く）計上する、減損損失や引当金を早めに（多めに）認識する、固定資産の耐用年数を短縮して減価償却費を増加させる（加速償却）等の手法が利用される。

また、いわゆるビッグ・バスや保守主義（保守的な会計処理）の程度を強めることも、広い意味で利益減少型の利益調整の 1 つといえる。ビッグ・バスとは、「会計発生高の反転（accruals reverse）」¹¹による将来の利益増加を見込んで、ある年度に多額の損失を計上する行為をいう。他方、保守主義とは、費用と損失はできるだけ早期にかつ多く計上する一方、収益と利得はできるだけ遅くかつ少なく計上するという、利益の認識および測定における非対称な扱いをいう¹²。経営者は、こうした保守主義の程度を強めることによって利益減少型の利益調整を行うことが可能となる¹³。なお、保守主義には、条件付保守主義

¹¹ 脚注 10 参照。

¹² 大日方 [2013] 359 頁。例えば、わが国の企業会計原則は、一般原則の 1 つとして「保守主義の原則」を挙げ、「企業の財政に不利な影響を及ぼす可能性がある場合には、これに備えて適当に健全な会計処理をしなければならない」と定めている。その一方で、同注解 4 では、「過度に保守的な会計処理を行うことにより、企業の財政状態及び経営成績の真実な報告をゆがめてはならない」とも定めており、過度の保守主義を禁じている。なお、保守主義については、近年、財務情報の質的特性から排除する動きがみられる。例えば、IASB は、米国財務会計基準審議会（FASB）と共通化した概念フレームワークのなかで、財務情報が備えるべき質的特性の 1 つとして中立性を求め、財務情報に下方バイアスをかける可能性のある保守主義は、これに抵触するとして、財務情報の質的特性から排除している。もっとも、個別の会計基準（IFRS）をみると、引当金の計上や減損処理等のように保守主義が多く用いられているほか、保守主義には、2. (3) でみるような経済合理性があるとして、保守主義を財務情報の質的特性から排除することについては、否定的な見方も少なくない（以上について、例えば秋葉 [2012]、中野・大坪・高須 [2014] を参照）。

¹³ 上述（脚注 12）のように、保守主義は、わが国の企業会計原則における一般原則として規定されているほか、財務情報が備えるべき質的特性の 1 つとして議論されることもあることから、利益調整の枠内では論じられないとの見方もある。もっとも、経済的損失を会計上の費用・損失として認識するタイミングおよび計上額において経営者に裁量の余地があり、それによって当期の報告利益に影響を与えることが可能であるため、利益調整の 1 つとして捉えうるであろう。この点、保守主義が利益調整に利用されていることを示唆する実証結果も観察されている。例え

(conditional conservatism) と無条件保守主義 (unconditional conservatism) という 2 つのタイプがあるとされている。条件付保守主義とは、経済的ニュースに依存する事後的な保守主義であり、バッド・ニュースを会計上の費用・損失として認識する際の検証可能性よりも、グッド・ニュースを会計上の収益・利得として認識する際の検証可能性により強固な厳格さを求めることで (Watts[2003])、バッド・ニュースをグッド・ニュースよりも迅速に利益に反映させようとする (Basu[1997])。そのため、条件付保守主義は、経済的ニュースの認識に関する非対称な適時性 (asymmetric timeliness) を有するとも表現されている。一方、無条件保守主義とは、経済的ニュースに依存しない保守主義であり、バッド・ニュースの生起に先んじて (経済的減価以上の) 会計上の費用・損失を計上すること意味する (Beaver and Ryan[2005])¹⁴。

さらに、利益平準化型とは、利益増加型と利益減少型の利益調整を組み合わせることによって、複数の期間にわたり、報告利益の変動を抑えることをいう。そもそも発生主義会計は利益平準化を導くものであり¹⁵、また利益平準化はファンダメンタルな業績によっても導かれるが (fundamental smoothness)、さらに上述のような利益増加型または利益減少型の利益調整を状況に応じて使い分けることによっても導かれうる (これを「裁量的平準化」という)。例えば、当期利益が期待された利益を下回る場合には利益増加型の利益調整を行い、逆に上回る場合には利益減少型の利益調整を行うことによって、次年度以降の会計上の余剰資源 (スラック) が確保される。

以下、こうした会計戦略を経営者が選択する目的 (動機) とその効果 (企業価値への影響) について、見解の相違が比較的大きい利益平準化および保守主義を題材に、整理・考察する。

ば Jackson and Liu[2010]は、貸倒引当金と利益調整の関連性を分析し、貸倒引当金の計上・取崩に伴う影響分を除いた一株当たり利益 (EPS) がアナリスト予想をわずかに上回る企業は貸倒引当金を計上しないのに対し、わずかに下回る企業は引当金を取り崩すことで収益を計上することを示した。また Riedl[2004]は、条件付保守主義の 1 つである減損会計の導入により、償却・減損のタイミングと計上額の両面で経営者の機会主義的裁量行動が増加したとの実証結果を報告している。

14 以上を含め、保守主義の定義については、薄井 [2004]、野間 [2008]、中野・大坪・高須 [2014] 等を参照。

15 そもそも発生主義会計は、キャッシュ・フローの受払いのタイミングによって生じるランダムな利益変動を平準化 (smooth) させるシステムである。それゆえに、たとえ経営者の裁量的操作がない状態でも、利益の平準化を導くことになる。

(2) 会計戦略の目的（動機）

経営者が会計戦略（利益調整）を行う目的（動機）については、①機会主義、②情報提供、③効率的契約という3つの視点（perspective）から論じられることが多い¹⁶。

イ. 機会主義的な目的

第1に、経営者は、株主や債権者などの富（効用）を犠牲にして、自らの富（効用）を最大化するために（機会主義的に）利益調整を行うと考えられている。これには、経営者が株主等を誤導するために行う場合も含まれる。例えば、会計利益を利用した経営者報酬契約が締結されている場合には、経営者による機会主義的な利益調整の可能性が高まることが指摘されている。すなわち、経営者報酬契約は、株主と経営者のエージェンシー関係から発生するモラル・ハザードを抑制し、株主価値の増加につながる行動を経営者に促すためのインセンティブ・システムであり、企業の業績改善につながるとして証券市場は好意的に反応する一方¹⁷、経営者が自らの報酬や地位などの効用を最大化するために利益調整を行うことが示されている（例えば Healy[1985]、Holthausen, Larcker, and Solan[1995]、Guidry, Leone, and Rock[1999]）¹⁸。また、債務契約に会計数値（特に会計利益）を利用した財務制限条項が設定されている場合には、それに抵触しないように経営者は利益調整を行うインセンティブを持つことが示されている（例えば DeFond and Jiambalvo[1994]、Sweeney[1994]）¹⁹。財務制限条項は、経営者が自身のモラル・ハザードを抑制し、エージェンシー・コストを削減するために、自ら設定するボンディング・システムであるが、それに抵触した際の影響は大きく、それを負担するのは経営者と株主であるためとされている²⁰。

¹⁶ 例えば Holthausen[1990]。なお、利益調整の目的（動機）については、首藤 [2013a, b] が詳しい。

¹⁷ 例えば須田 [2000] 参照。

¹⁸ なお、報酬契約は不完備であり、それを補うことが報酬委員会や監査人には期待されているものの、それらと経営者の間には情報の非対称性が存在するため、経営者の報酬額を増加させるような利益調整を完全には排除できない。

¹⁹ この場合、経営者と株主の利害は一致しているものの、債権者の富の経営者または株主への移転を伴うため、少なくとも債権者との関係では機会主義的な利益調整といえる。

²⁰ このほか、必ずしも機会主義的な目的とはいえないものの、規制との関連も指摘されている（Healy and Wahlen[1999]、Dechow and Skinner[2000]等）。例えば Healy and Wahlen[1999] では、反トラスト法上の規制に基づく調査を受けやすい企業の経営者は、減益型の利益調整を行

これを利益平準化についてみると²¹、例えば利益連動型の経営者報酬契約が締結されている場合、特に目標利益の上限・下限が設定されている場合には、経営者は在任期間における報酬の受取額（効用）を最大化するために、会計利益が目標利益の上限・下限の枠内に収まるように利益平準化を行うことが、多くの実証研究で示されている（例えば Healy[1985]、Holthausen, Larcker, and Solan[1995]、Guidry, Leone, and Rock[1999]）。そうした経営者の近視眼的な行動が、長期的な企業価値の増加を妨げるような投資行動（研究開発投資の抑制等）や不必要な余剰資金の保有行動を生じさせる可能性があるとするれば、株主等の効用を犠牲にして、経営者自身の効用を高めることとなる。また、長期的な観点から企業価値の最大化行動を促すために導入されるストック・オプションも、後述のように、利益平準化によって株価（企業価値）の上昇が期待されるのであれば、経営者が自らの効用を最大化するために利益平準化を行うインセンティブになる²²。報酬契約以外でも、例えば大幅な減益や損失の発生時に、経営者としての評判が低下したり、解任される可能性が高まることなどから、経営者は自らの地位を保全するために、利益平準化を行うことが、理論分析や実証分析で示されている²³。また、経営者は、格付機関が格付けの判断基準として利益の変動性の程度を重視していることを踏まえ²⁴、格付けを維持ないし改善させるために利益平準化を行うことも指摘されている²⁵。

保守主義についてみても、経営者が予定した以上に当期の業績が好調である

うインセンティブを有する可能性があること、政府からの補助金等を望む企業は利益圧縮を試みる可能性があることが示されている。

²¹ 利益平準化の目的（動機）については、例えば日本会計研究学会特別委員会 [2013] 参照。

²² 以上につき、大日方 [2013] 347 頁参照。

²³ 例えば Fudenberg and Tirole[1995]、DeFond and Park[1997]。

²⁴ 例えばムーディーズは、利益の変動性を格付けの主要な要因の 1 つに挙げ (Moody's Investors Service[2006])、スタンダード・アンド・プアーズは利益の変動性を格付け変更の決定要因として言及している。

²⁵ 格付けは、将来の負債コストだけでなく、株価や社債の評価にも影響を及ぼす (Holthausen and Leftwich[1986]、Dichev and Piotroski[2001]) ことから、経営者は格付けを維持もしくは改善しようとする強いインセンティブをもつとされている。例えば Graham, Harvey, and Rajgopal[2005]は、米国企業の約 42%の最高財務責任者 (CFO) が利益平準化によって格付けを維持もしくは上昇可能と考えているというアンケート調査結果を報告している。また例えば Jung, Soderstrom, and Yang[2013]は、長期にわたる利益平準化が信用リスクに対する格付機関の判断に与える影響について実証分析を行い、①同一等級の格付けのなかで相対的に上位に位置付けられるプラスノッチの企業が利益平準化を行う傾向にあること（特に投資適格の企業）、②ミドルノッチ（同一等級の格付けのなかでの位置付けが中位）からプラスノッチへの変更後、企業は利益平準化を行うようになること、③利益平準化により、プラスノッチの企業がその後格上げされる可能性が高まることを報告している。

場合に、将来の業績（利益）を確保し、経営者自身の報酬や地位を保全するために活用される場合は、機会主義的な目的によるものとされている。また、当期の業績が悪化して減益や赤字決算が避けられない場合に、翌期以降の好決算を演出するために活用される保守主義も、機会主義的な保守主義と考えられている。前者は、上述した機会主義的な利益平準化に相当し、後者はビッグ・バスと呼ばれる利益調整に該当する。ビッグ・バスは新経営者の就任初年度に観察される場合が多いことが指摘されている（例えば Strong and Meyer[1987]、Elliott and Shaw[1988]）。このように、保守主義は、機会主義的な利益平準化やビッグ・バスの手段として利用される場合がある²⁶。

ロ. 情報提供の目的

第 2 に、経営者は、企業の将来キャッシュ・フローに関する私的情報（経営者のような内部者にしか知りえない情報）を投資家（株主および債権者）に提供することで、経営者と投資家間のエージェンシー・コストを削減するために、利益調整が行われると考えられている²⁷。すなわち、経営者と投資家間の情報の非対称性は、資本コストの上昇等を通じて企業価値を低下させる可能性があると考えられている²⁸ことから、企業価値の最大化を求められる経営者は、より情報量の多い（有用な情報を提供する）会計手続きを選択する動機があるとされている（例えば Bartov and Bodnar[1996]）。

利益平準化についても、例えば加賀谷 [2011] は、利益平準化の程度が高い国・地域（西欧、極東・アジア諸国、日本）ほど、会計発生高の情報伝達効果が大きいこと（当期の会計発生高の変化と次期営業キャッシュ・フローの変化に強い正の相関関係が認められること）を確認している。また、中野・高須[2012] は、証券アナリストの利益予想行動に対して利益平準化が及ぼす影響等について実証分析を行い、①利益平準化がアナリストの情報解釈力の向上に貢献していること、②利益が平準化されている場合、利益サプライズが生じたとしても、

²⁶ なお、利益平準化、保守主義およびビッグ・バスの関係については、例えば大日方 [2013] 363～369 頁を参照。

²⁷ 例えば Palepu and Healy[1993]。なお、利益調整は、かつては契約との関係でのみ分析されてきた。これは契約理論と効率的市場仮説の影響が大きい。つまり、経営者が証券価格に影響を与えるために機会主義的に利益調整を行っても、効率的市場がそれを見透かすため、効率的市場で機会主義的な利益調整が行われるのは各種契約との関係においてのみであると考えられてきた (Watts and Zimmerman[1990])。しかし、1990 年代後半から、証券価格あるいは資金調達コストを意識した利益調整が行われるという証拠が示されるようになった。

²⁸ 例えば Armstrong, Guay, and Weber[2010]および脚注 32 参照。

投資家は短期間に当該サプライズ情報を織り込むことを確認した。こうした結果から、中野・高須 [2012] は、利益平準化には、市場参加者に対して経営者の将来志向的な私的情報を伝達する機能があることが示唆されるとしている。

また、例えば LaFond and Watts[2008]は、保守主義が他の利益調整の余地を狭め、経営者・株主間の情報の非対称性を緩和すると推測し、条件付保守主義と情報の非対称性の関係を分析した。その結果、前期における情報の非対称性の程度と当期の条件付保守主義の程度の間に関連があることを観察し、情報の非対称性が保守主義を導くことを示した。また Zhang[2008]は、保守主義の程度が高い企業ほど、契約時点の利子率（負債コスト）が低いことを観察し、かかる結果から、保守主義がデフォルト・リスクに関するシグナルを債権者に適時に送ることで債権者の貸倒れリスクが低下し、企業の資金調達コストが低下すると解釈した。Wittenberg-Moerman[2008]も、条件付保守主義の程度が高い企業ほど、セカンダリー・ローン市場でのビッド・アスク・スプレッドが小さく、債券の流動性が高い（流動性リスク・プレミアムが低下する）ことを観察し、保守主義が経営者と投資家間の情報の非対称性を緩和し、市場の流動性を高めることを示した。このように、保守主義には経営者と投資家間の情報の非対称性を緩和する機能が備わっていることが先行研究から示唆されるため、それによる資本コストの低下等を目的として保守主義が用いられる場合があると考えられている。

ハ. 効率的契約の目的

第 3 に、経営者は、株主と債権者の利害対立（エージェンシー問題）を緩和し、契約の効率性を高めるために利益調整を行う場合があると考えられている。

この点、保守主義が株主と債権者間のエージェンシー問題を緩和し、債務契約を効率化するという主張は、保守主義の経済合理性として先行研究で頻繁に取り上げられている。例えば Ahmed *et al.*[2002]や薄井 [2004] は、配当政策をめぐる株主と債権者間で利害対立が生じるものの、保守主義が株主への過大な配当支払いを抑制すると考えた。分析の結果、配当政策をめぐる株主・債権者間の利害対立が深刻な企業ほど、（無条件）保守主義の程度が高いことを確認した。また Nikolaev[2010]は、債務契約に会計数値に基づく財務制限条項が利用されている（デフォルト・リスクの高い）企業ほど、条件付保守主義の程度が高いことを確認し、債務契約の効率性を高めるために条件付保守主義が活用されている状況を明らかにした。Tan[2013]も、財務制限条項に抵触した（デフォルト・リスクが高まった）企業はその抵触直後に条件付保守主義の程度を高め

ること、またこの傾向は事業リスクが高くかつ債権者の交渉力が強い企業で顕著にみられることを示した。このように、株主と債権者のエージェンシー問題が深刻な企業やデフォルト・リスクが高い企業ほど保守主義の程度が高いことから、保守主義にはエージェンシー問題の緩和やデフォルト・リスクの抑制といった機能²⁹が備わっていることが示唆される。

(3) 会計戦略の効果（企業価値への影響）

2. (1) で述べたとおり、経営者による会計的裁量行動は、実体的裁量行動と異なり、当期のキャッシュ・フローの変動を伴わないことから、それのみによって企業価値が直接変動するわけではない。しかしながら、会計的裁量行動についても、①利益の質（quality of earnings）への影響および②企業行動（例えば投資水準ないし投資効率）への影響という 2 つのルートを通じて、間接的に企業価値に影響を及ぼす可能性があると考えられている。すなわち、企業価値は将来キャッシュ・フローの割引現在価値で表すことができるとすれば、①は割引率（資本コスト）に影響を与え、②は将来キャッシュ・フローに影響を与える可能性があり、それらを通じて企業価値に影響を与えうると考えられている³⁰。

ここで利益の質とは、利益情報の有用性を支える特性（属性）であり、持続性（persistence）、将来キャッシュ・フローの予測能力（predictability）、透明性、適時性（timeliness）、会計発生高とキャッシュ・フローとの関係（accruals quality）、利益調整の程度等の指標が考案されている³¹。これらの指標の大小が、

²⁹ こうした機能は、契約支援機能ないし利害調整機能と呼ばれるものである。なお、保守主義の契約支援機能については、例えば高田 [2009] を参照。

³⁰ このように、利益の質によって影響を受けるであろう資本コストと、企業行動の変化によって影響を受けるであろう将来キャッシュ・フローは、企業価値評価モデルの分母と分子に当たるとすれば、例えば、ある会計戦略が資本コストの低下（それによる企業価値の向上）をもたらすとしても、それが将来キャッシュ・フローを減少させるような投資行動の変化を招来し、かつ前者よりも後者の効果のほうが大きい場合には、結果的に企業価値の向上につながらないことには留意が必要である。この点に関し、例えば伊藤 [2013] は、IFRS 導入後、導入企業の資本コストが有意に減少しているとの実証結果（Li[2010]）がみられる一方、IFRS 導入前後で導入企業の企業価値（トービンの q ）には有意な変化がないとする実証結果（Daske *et al.*[2008]）があることを紹介し、「これら 2 つの研究は、IFRS 導入によって企業価値算出式の分母である資本コストが低下したと同時に、分子であるキャッシュ・フローも低下したことを示唆している」と指摘している（12～13 頁）。

³¹ 大日方 [2013] 341～342 頁参照。また、Francis, Olsson, and Schipper[2008]によれば、先行研究では、利益の質として、次のような 12 の指標が用いられている。会計発生高の質（accruals quality）、異常発生高（abnormal accruals）、持続性、予測可能性、利益平準化、利益変動性

利益の質の高低を表すと考えられている。こうした利益の質の違いが利益情報としての有用性、さらには投資家による評価（企業価値等）にどのような影響を与えるかについては、いまだに不明な部分も多いものの、利益の質に関する実証研究の多くは、利益の質が高まると利益情報の有用性が向上し、資本コストの低下がもたらされると仮定するものが多いようである³²。

このように、会計戦略が企業価値に与える影響には 2 つのルートが考えられるが、本稿の主目的は、経営者による会計戦略が財務報告の目的の 1 つである情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減をよりよく達成し、ひいては企業価値の向上につながりうる場合について検討することにあるため、以下では、このうち利益の質（資本コスト）を通じた企業価値への影響に絞っ

(earnings variability)、価値関連性 (value relevance)、利益有用性 (earnings informativeness)、利益不透明性 (earnings opacity)、適時性、保守主義 (conservatism)、利益の質に対する投資家の理解度。なお、「異常発生高」は利益の質に関する研究で用いられる用語であり、利益調整に関する研究では「裁量的発生高 (discretionary accruals)」が用いられる。利益の質に関する研究では特定の状況とインセンティブ構造を想定しないため、経営者による裁量と捉えるよりもむしろノイズと捉えるからである。そのため、異常発生高の符号は重要ではなく、その絶対値が大きいほど利益の質が低いと解釈する場合が多い。一方、利益調整に関する研究は、例えば株式公開 (IPO) や株式交換といった特定の報告状況を想定し、経営者の効用最大化といったインセンティブ構造を前提にして分析を進める。そのため、異常発生高という用語よりも裁量的発生高という用語が適当であり、また発生高の大きさに加えて、その符号が分析上重要になる。本稿では、以下、特に断りのない限り、「裁量的発生高」という用語を用いている。

³² 伝統的な市場均衡モデル (Sharpe[1964]、Lintner[1965]、Jensen, Black, and Sholes[1972] 等) では、投資家はすべて同質的であり、すべての情報が常に株価に織り込まれていると仮定するため、情報の質は資産評価に影響を及ぼさないと考える。これに対して、洗練された投資家と洗練されていない投資家が併存する場合など、投資家の同質性が弱まり、情報の非対称性が生じている状況下 (不完全な情報モデル < Merton[1987] > 等) では、情報の質が資産評価に影響を及ぼすと考えられている。例えば Easley and O'Hara[2004] は、情報の私的要素が要求リターン (資本コスト) に影響を及ぼすモデル (合理的期待モデル) を展開し、私的情報が多いほど、非洗練投資家の情報リスクが高まることを示した。その理由として、私的情報を取得可能な洗練された投資家は新情報を利用してポートフォリオの配分を変えられるのに対し、非洗練投資家は投資の分散によっても取り除くことのできない情報リスク (システムティック・リスク) に直面することを挙げ、その結果、非洗練投資家は、かかるリスクの対価として高いリターンを要求するとしている。そのうえで、Easley and O'Hara[2004] は、要求リターンは私的情報の量 (私的情報が増えるほど要求リターンは高まる) と公表情報の精度 (精度が高いほど要求リターンは低下する) に影響することから、非洗練投資家に対する情報リスクを減らすことで、資本コストを低下させることが可能と論じている。

もっとも、例えば Core, Guay, and Verdi[2008] や Hirshleifer, Hou, and Teoh[2012] は、会計の質 (accounting quality) はリスク要因であるという見方を否定している。同様に、Cohen[2008] は、会計の質は企業固有のリスクであるがシステムティック・リスクではないこと、Liu and Wysocki[2007] は、会計の質のボラティリティはキャッシュ・フローとリターンのボラティリティで説明されることを理由に、会計の質と資本コストは関連性がないと述べている (大日方[2007b] 40 頁参照)。

て、関連する先行研究を整理・考察する³³。

イ. 利益平準化の効果

利益平準化が利益の質（資本コスト）に与える影響については、利益の質を低下させる（資本コストを高める）という見方と、利益の質を高める（資本コストを低下させる）という見方の両方があり、実証結果も分かれている³⁴。

利益平準化が利益の質を低下させるという見解は、利益平準化を経営者による私的便益の獲得を目的とした機会主義的な利益調整と仮定し、報告利益にノイズを加え、財務報告の透明性の低下を通じて利益の質を低下させると考える。例えば米国証券取引委員会（SEC）の元委員長であったアーサー・レビット氏は、1998年9月28日に行った「The Numbers Game」と題する講演のなかで、業績好調時に次年度以降の会計上の余剰資源（スラック）を確保するために行う経営者の利益平準化行動を、「クッキージャー」と呼び、批判している。

こうした仮定を検証したものとして、例えば Bhattacharya, Daouk, and Welker[2003]は、34カ国の企業を対象に利益の質と資本コストの関係について

³³ 会計戦略が企業行動（投資行動）に与える影響について分析したものとして、例えば Bushman and Williams[2012]は、銀行の貸倒引当金を通じた利益平準化行動が、銀行経営の不透明性を高めて市場規律を働きにくくするため、資産リスクの増加に対して銀行がレバレッジを高める傾向（過度なリスクテイク行動）を強めるとの実証結果を報告している。また、保守主義が投資行動（投資水準または投資効率）に与える影響について分析したものとして、例えば Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva[2010]、Ahmed and Duellman[2011]、Watts and Zuo[2012]、Francis, Hasan, and Wu[2013]、Ishida and Ito[2014]、中野・大坪・高須 [2014] があり、これらの研究では、保守主義は、条件付か無条件かを問わず、投資水準ないし投資効率に及ぼす影響を通じて企業価値を高める可能性があることが示唆されている（詳細については中野・大坪・高須 [2014] を参照）。

³⁴ 経営者の利益平準化行動を直接観察するのは困難であるため、先行研究では、さまざまな指標を用いて利益平準化を推定している。代表的な推定方法は次の2つである。1つは、利益変動を売上高や営業キャッシュ・フロー等と比較して、利益平準化の程度を推定する方法である。売上高や営業キャッシュ・フロー等は利益平準化が反映されないため、その変動は利益変動に比べて小さいと判断する（例えば Imhoff[1981]、Leuz, Nanda, and Wysocki[2003]、Francis *et al.*[2004]）。さらに中野・高須[2012]は、裁量的発生高を含む利益変動を裁量前利益で除した値が小さいほど利益平準化の程度が大きいと判断している。もう1つは、会計発生高もしくは裁量的発生高の変化額と営業キャッシュ・フローもしくは裁量前利益との相関をとる方法であり、両者の負の相関の大きさを利益平準化の程度と捉える。

このように、利益平準化の推定方法は一様ではなく、いずれの指標を用いるかによって実証結果やその解釈が異なりうる可能性は否定できない（もっとも、この問題は利益平準化に関する研究に限ったものではなく、実証研究一般について指摘されるところである）。よって、類似の分析結果を蓄積することにより一定の示唆ないし結論をうることは可能であるとしても、個別の実証研究結果のみから断定的な結論をうることはできない点には留意が必要である。

実証分析を行った結果、①利益の不透明性（earnings opacity）の高まりが資本コストの上昇および株式市場の取引量の減少と関連すること、②利益平準化については、株式市場の取引量との間には有意な負の相関があることが観察されたこと³⁵から、利益平準化が財務報告の不透明性を高め、利益の質を低下させると解釈している。また Huang *et al.*[2009]は、会計的平準化（会計的裁量行動）と実体的平準化（実体的裁量行動）が企業価値に及ぼす影響について分析し、①会計発生高による会計的平準化は企業価値を低下させる一方、デリバティブを利用した実体的平準化は企業価値を上昇させること、②前者の会計的平準化による企業価値の低下は投資家保護が弱い企業ほど大きく、後者の実体的平準化による企業価値の上昇は投資家保護が弱い企業ほど大きいことを確認した。こうした結果から、Huang *et al.*[2009]は、実体的平準化は経済環境の外的ショックのノイズを減らし、利益の有用性を高めるために行っており、その結果としてエージェンシー・コストの削減がもたらされるのに対し、会計的平準化は機会主義的に行われる可能性が示唆される（よって、エージェンシー・コストの削減につながらない）と解釈している。

さらに、間接的ではあるものの、投資家保護規制の弱い国や財務報告の透明性が低い会計基準の採用国において利益平準化が観察されたことをもって、利益平準化が利益の質を低下させると解釈した研究もある。例えば Leuz, Nanda, and Wysocki[2003]は、31カ国の企業を対象に投資家保護規制と利益の質との関係について分析を行い、投資家保護の弱い国（GAAPの質が低く、法的執行力が弱く、株主権限が弱い国）ほど、利益平準化が行われるとの実証結果を報告した。また Barth, Landsman, and Lang[2008]は、国際会計基準（International Accounting Standards : IAS）採用企業のほうが利益変動が大きい（利益平準化が抑制される）との実証結果を報告し、IASが利益平準化を含む利益調整を抑制し、財務報告の透明性を高めるとの解釈を示している。

以上に対して、利益平準化が利益の質を高めるとする見解は、利益平準化を通じて、経営者の将来キャッシュ・フローに関する私的情報が利害関係者に伝わり、情報の非対称性が緩和すると仮定する。前述のように、利益平準化は発生主義会計そのものからも導かれる。発生主義会計は、キャッシュ・フローの受払いのタイミングによって生じるランダムな利益変動を弱める効果を有する。こうした発生主義会計が現金主義会計に取って代わった歴史的経緯から判断しても、利益とキャッシュ・フローの差額である会計発生高を、機会主義的な利益調整の産物もしくはノイズとしてのみ捉えることはできないと考えられてい

³⁵ もっとも、利益平準化と資本コストとの間には有意な関係が認められなかった。

る³⁶。より具体的には、利益平準化は一時的な利益要素を消去することで利益の持続性を改善し、利益の質を高めるとの見方³⁷や、利益平準化は持続的利益に対する経営者の自信を伝えるものであり、高い利益の質を反映するとの見方³⁸がある。

こうした議論と整合するように、利益平準化が利益の質を高める（資本コストを低下させる）という実証結果も報告されている。例えば **Tucker and Zarowin[2006]**は、利益平準化により将来利益に関する経営者の私的情報が過去および現在の利益に含まれるかどうかについて実証分析を行い、利益平準化の程度が高い企業ほど、将来利益情報が当期株価に反映される程度が高いことを確認した。この結果は、ファンダメンタルな業績の平準化をコントロールしても頑健であることから、利益平準化は利益情報の有用性を高めると結論付けている。また **Francis et al.[2004]**は、米国企業を対象として、利益の質と資本コストの関係について実証分析を行い、利益平準化が資本コストを削減することを確認し、利益平準化は情報提供的な利益調整であり、利益の質を高めるとの解釈を示している。さらに高須[2012]は、日本企業を対象として、利益平準化と社債スプレッド（投資家が要求するリスクプレミアム）の関係を実証分析し、両者には有意な負の相関があること（利益が平準化されるほど、社債スプレッドが低下すること）を示す結果を得ている。

また、利益平準化と利益の質との関係を直接分析したものではないものの、例えば **Booth, Kallunki, and Martikainen[1996]**は、売上高変動よりも利益変動が小さい企業を利益平準化企業、大きい企業を非平準化企業と分類し、フィンランド企業を対象に、両企業群の利益公表後ドリフト（**post-earnings announcement drift : PEAD**）³⁹を比較し、利益サプライズの符号に関係なく、利益平準化企業よりも非平準化企業のほうが **PEAD** が大きいという結果を得て

³⁶ 事実、**Dechow[1994]**は会計発生高には株価説明力があり、情報内容があることを示している。また **Subramanyam[1996]**は、会計発生高を裁量的発生高と非裁量的発生高に分割してもなお、両発生高には株価説明力があり、さらに裁量的発生高には将来業績の予測能力があることを示している。これらの結果は、経営者による情報提供的な利益調整により会計発生高および裁量的発生高が計上され、それが他の情報とともに投資家の投資意思決定に活用されたと解釈されている。

³⁷ **Hand[1989]**、**DeFond and Park[1997]**、**Barth, Elliott, and Finn[1999]**、**Thomas and Zhang[2002]**、**Francis et al.[2004]**等。

³⁸ **Ronen and Sadan[1981]**や **Ecker et al.[2006]**等。以上につき、例えば **Elias[2012]**参照。

³⁹ 利益公表後ドリフト（**PEAD**）とは、株価が利益公表時の動きと同一方向に変動し続ける現象のことをいう。当期の利益サプライズ（実績利益と期待利益の差）が将来の利益に対して持つ含意を市場が正しく評価せず、過小反応していることを示唆するものとして、捉えられている（詳細については例えば **Bernard and Thomas[1989]**参照）。

いる。Booth, Kallunki, and Martikainen[1996]が指摘するように、フィンランドのような株式取引量の少ない市場においては投資家の情報処理コストが PEAD を生じさせるとすれば、同研究の結果は、利益平準化は一時的な利益を消去し利益の持続性を高めることで、投資家の情報処理コストを抑える効果を有すると考えられる。

ロ. 保守主義の効果

保守主義が利益の質（資本コスト）に与える影響についても、利益の質を低下させる（資本コストを高める）という見方と、利益の質を高める（資本コストを低下させる）という見方の両方がみられ、実証結果も分かれている⁴⁰。

前者は、保守主義は、財務報告に下方バイアスを加えるため、財務情報に求められる中立性と対立するほか、機会主義的な利益平準化やビッグ・バスに利用されることにより、財務情報の透明性（業績の理解可能性）が損なわれる可能性があるとする⁴¹。したがって、保守主義の程度を強めることは、利益の質の低下（資本コストの上昇）につながると考えられている。

こうした見方を支持する実証研究として、例えば Chan, Lin, and

⁴⁰ 保守主義の定量化についても、先行研究ではさまざまなモデルが用いられており、Watts[2003]によれば、①純資産に関するもの、②利益と会計発生高の関係に関するもの、③利益と株式リターンに関するものに分類できる。①の純資産に関する定量化モデルは、Feltham and Ohlson[1995]の株主価値評価モデルに基づき、Beaver and Ryan[2000]が導出したモデルであり、株主資本の簿価と時価の乖離のうち、ラグ成分（会計上、未実現の経済的損益を簿価に即座に算入しないことによるもの）を除いた部分をバイアス成分（保守主義から生じる簿価と時価の持続的な差異を反映するもの）と定義し、（無条件）保守主義の代理変数としている。②の利益と会計発生高の関係に関する定量化モデルは、Givoly and Hayn[2000]が考案したモデルであり、ゼロ成長で保守的でない会計のもとでは、利益は長期的に営業キャッシュ・フローに収束し、会計発生高がゼロになることを前提に、会計発生高の累積額を保守主義の代理変数としている。会計発生高の累積額がマイナスになれば、保守主義の程度が高いと判断される。③の利益と株式リターンの関係に関する定量化モデルは、Basu[1997]が提唱したモデルであり、利益を株式リターン（ニュース）で回帰し、マイナスの株式リターン（バッド・ニュース）に対する係数がプラスの株式リターン（グッド・ニュース）に対する係数よりも大きいことをもって、（条件付）保守主義の代理変数としている。①と③の定量化モデルは、効率的市場を前提に株価が企業の経済的価値を表していると仮定している点、②の定量化モデルは、会計発生高を累積する適切な期間が定まらない点等に課題が残るとされている。なお、保守主義と資本コストについては、両者に有意な関係が観察されないとの実証結果も少なくない（例えば Francis *et al.*[2004]）。

⁴¹ 例えば EFRAG[2013] par.6 参照。また、前述のアーサー・レビット氏（SEC 元委員長）の講演においても、リストラ関連費用（保守主義）を用いたビッグ・バスが財務報告の信頼性を低下させるとして、批判されている。

Strong[2009]は、無条件保守主義と資本コストの間には負の相関がみられる（無条件保守主義は資本コストを低下させる）一方、条件付保守主義と資本コストの間には正の相関がみられる（条件付保守主義は資本コストを高める）ことを示し、その理由として、無条件保守主義は将来利益の不確実性を低減することで利益の持続性を高める一方、条件付保守主義は経営者の機会主義的行動の影響を受けやすいため利益の質を低下させると論じている。保守主義が利益の持続性を低下させるという点については、Penman and Zhang[2002]も、無条件保守主義の1つである研究開発費の即時費用処理のもとでは、企業の研究開発投資が利益を大きく左右するため、利益の持続性を低下させることを示した。また Chen *et al.*[2014]も、①保守的な会計を用いる企業は利益の持続性が弱く、当該企業の利益に対する利益反応係数（市場の反応）も小さいこと、②無条件保守主義よりも条件付保守主義のほうが利益の持続性を低下させ、利益反応係数を小さくすることを明らかにした⁴²。

また保守主義がアナリストの将来利益の予測精度を低下させるという実証結果も報告されている⁴³。例えば Mensah, Song, and Ho[2004]は、（無条件）保守主義がアナリストの将来利益の予測誤差と予測分散を大きくすることを示した。また Helbok and Walker[2004]や Pae and Thornton[2010]は、条件付保守主義の程度の強い企業では、将来利益にかかるアナリスト予想に楽観的なバイアスがみられること（アナリストが条件付保守主義を利益予想に十分に組み込んでいないこと）を明らかにした。なお、Narayanamoorthy[2006]は、投資家が保守主義による利益の時系列特性（利益や増益よりも損失や減益の自己相関を低下させる保守主義の特性）を過小評価し、PEAD が大きくなることを示した。この結果は、投資家も保守主義に基づく利益の時系列特性を過小に評価し、次年度にその修正を行うことを示唆している⁴⁴。

⁴² もっとも、これらの研究では、利益の持続性の低下が全体としての利益の質を低下させ、資本コストの上昇をもたらすかどうかについては、直接には言及されていない。この点、利益の質の評価指標（脚注 31 参照）のうち、ある指標に対してはプラスの効果をもたらす一方、別の指標に対してはマイナスの効果をもたらす場合もあるため、ある指標の改善が利益の質全体の向上につながるとは必ずしもいえない点には留意が必要である。例えば Bandyopadhyay *et al.*[2010]は、Kim and Kross[2005]や Richardson *et al.*[2005]に基づき、将来キャッシュ・フローの予測能力を利益の有用性、将来利益の予測能力を利益の信頼性と捉えたうえで、保守主義は利益の将来キャッシュ・フローの予測能力（有用性）を高めるものの、将来利益の予測能力（信頼性）を低下させることを示した。

⁴³ 投資家が将来利益の予測に際してアナリスト予想を利用するのであれば、保守主義は市場価値をも歪める可能性がある。

⁴⁴ このほか、保守主義の利益の質への影響を直接分析したものではないものの、例えば Dichev and Tang[2008]は、費用収益の対応関係がこの 40 年間で悪化し、利益のボラティリティの増加

以上に対して、保守主義が利益の質を高めるとする見解は、保守主義は、財務報告に対する信頼性の懸念に対処するために存在すると考える⁴⁵。一般に、経営者はバッド・ニュースに比べて、グッド・ニュースを早期に開示するインセンティブを有している。したがって、保守主義がバッド・ニュースの早期認識を促す一方、グッド・ニュースの認識にはより強固な検証可能性を要求することで、信頼性の高い会計情報の提供が可能となる⁴⁶。こうしたことから、保守主義は、経営者へのガバナンスを代替・補完する機能を有すると考えられている⁴⁷。また、収益や利得の認識および測定には制約があることから、少なくとも費用や損失をできるだけ早く計上する保守主義により、会計報告の適時性は増し、会計情報（利益）の有用性は向上するとの見方がある⁴⁸。これによれば、保守主義の程度を強めることは、利益の質の向上（資本コストの低下）につながると考えられる。

実証分析でも、例えば Artiach and Clarkson[2013]や Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva[2011]は、（条件付）保守主義と資本コストの間に負の相関が認められるとの実証結果を報告している⁴⁹。また、間接的ではあるものの、保守主義が利益の質を高めると解釈可能な結果が報告されている。例えば Barth, Landsman, and Lang[2008]は、米国基準の採用企業よりも IAS 採用企業のほうが高い頻度で巨額損失を計上することを観察し、巨額損失が繰り越されるよりも発生した期に認識されるほうが利益の質（透明性）が高まるとの仮定のもと、IAS が保守主義の程度を強め、利益の質を高めたと解釈している。また Lang, Raedy, and Wilson[2006]は、米国にクロス上場している米国外企業よりも米国

や利益の持続性の低下につながっている一方で、当期収益と過去費用の関連性の高まりという、損失（費用）を利益（収益）よりも先に認識する点で保守主義と整合する結果が観察されたことから、保守主義が費用収益の対応関係の悪化（利益の質の低下）を招くとして、保守主義を遠回しに否定している。この点に関し、例えば大日方 [2013] は、収益と費用の対応による利益の平準化が保守主義によって崩されたとき、利益情報の有用性が向上するかどうかは、理論的にも実証的にも明らかではないと指摘している（363～364 頁）。

⁴⁵ 例えば Kothari, Shu, and Wysocki[2009]参照。

⁴⁶ すなわち、保守主義の考え方があることによって、少なくとも貸借対照表に表示された純資産の額は存在し、報告された利益は確実なものであるという高い信頼性を提供すると考えられている（例えば EFRAG [2013] par.6 参照）。

⁴⁷ 例えば Watts[2003]参照。

⁴⁸ この点については、例えば大日方 [2013] 363 頁参照。

⁴⁹ 同時に Artiach and Clarkson[2013]は、情報の非対称性が小さい企業（情報環境が良好な企業）では、保守主義と資本コストの間に有意な相関が認められないことを確認している。この結果は、Hui, Matsunaga, and Morse[2009]が指摘するように、保守主義がディスクロージャーの補完的な役割を果たしていることを示唆するものといえよう。

企業のほうが、Bushman and Piotroski[2006]は、高品質の法システムを有する国（投資家保護規制の強い国等）の企業のほうが、条件付保守主義の程度が強いことを示している。強いガバナンス・システムが利益の質を高めると仮定すれば、条件付保守主義が利益の質を高めているとの解釈もできよう。

（４）小括

以上の考察を踏まえると、会計戦略の目的と効果については、次のような整理が可能であろう。

まず、経営者の会計戦略の目的としては、主に、イ．機会主義的な目的、ロ．情報提供の目的、ハ．効率的契約の目的がある。このうち、ロ．とハ．は、前者が主として資本市場を、後者が主として（相対）契約を意識しているという違いはあるものの、いずれも利害関係者間のエージェンシー・コストの削減を図る点では同じと考えられる。そうだとすれば、会計戦略の目的（動機）としては、①機会主義的な目的と、②（私的情報の提供による情報の非対称性の緩和や契約の効率化を通じて）エージェンシー・コストの削減を図る目的の 2 つに大別可能といえる。

次に、利益平準化および保守主義が利益の質（資本コスト）に与える影響については一貫した実証結果が得られていないものの、先行研究をみる限り、経営者の目的が上記①の場合には、利益の質（資本コスト）にマイナスの影響を与え、上記②の場合には、利益の質（資本コスト）にプラスの影響を与える可能性が高いことが予想される。そうであるとすれば、経営者の会計戦略が情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減を通じて企業価値の向上につながりうるかどうかは、結局のところ、経営者による会計戦略の目的が大きく影響するとの見方が可能であろう。

もっとも、経営者の真の目的を投資家等の外部の利害関係者が判別することは困難であり、市場の反応（資本コストの変化等）により間接的に特定せざるを得ないともいえる。実際、先行研究をみても、市場に会計戦略の目的を問うケースが多く、例えば、利益調整の代理変数として裁量的会計発生高を用い、これに対する市場の反応がプラス（例えば資本コストが低下）の場合には、当該利益調整は情報提供の目的からなされたものと評価され、逆の場合には、機会主義的な目的でなされたものと評価される傾向にある（須田 [2000] 参照）。このように、経営者の会計戦略が情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減を通じて企業価値の向上につながりうるかどうかは、その目的に大きく依存すると考えられるものの、どのような目的でなされたかを外

部から判別するのは困難であるとするれば、会計戦略の効果が経営者の目的と整合しない方向に変化してしまう可能性がある。こうした結果は、経営者にとっても、外部の利害関係者（投資家等）にとっても問題であろう。例えば、経営者が情報提供の目的で行った会計戦略が市場からは機会主義的なものとして評価され、資本コストの上昇につながる可能性があるとするれば、経営者は私的情報の提供に躊躇してしまうであろう。それは投資家にとって有用な情報の入手機会を失うことを意味し、適切な投資判断を行ううえでマイナスであろう。また、経営者が機会主義的な会計戦略を行ったとしても、市場では情報提供的な会計戦略としてプラスに評価されるなど、投資家が誤導される可能性も高い。そうした誤導を避けるために投資家が経営者の会計戦略を何ら投資判断に織り込まないとすれば、かえって投資家の投資判断が歪められる可能性もある。

このように考えると、経営者の会計戦略の目的を外部から判別可能かどうかは極めて重要な問題といえる。この点、企業環境として、少なくとも経営者の機会主義的な行動を抑制し、企業価値の向上につながる行動を経営者に促すような規律付けのメカニズム（ガバナンス）が十分に機能している場合には、経営者は、機会主義的ではなく、効率的契約ないし情報提供的な会計戦略を選択する可能性が高まるという関係が認められるとするれば、そうしたガバナンス・メカニズムの有無および有効性を手がかりに、経営者の真の目的を外部から推察することが可能ともいえよう。そこで、次節では、企業のガバナンス構造の効果と会計戦略との関連性について、みていく。

3. 企業のガバナンス構造と会計戦略の関連性

本節では、企業のガバナンス構造のうち、（1）取締役会構成（社外取締役比率）、（2）株式所有構造（経営者持株比率、機関投資家持株比率、安定株主比率）、（3）資金調達構造（負債比率、メインバンク依存度）および（4）市場環境（法体系、投資家保護法制の充実度、資本市場の発達度等）を題材として⁵⁰、それらが企業価値との関係でどのようなガバナンス機能を果たし、それが会計戦略にどのような影響を与えうるかについて、整理・考察する。

⁵⁰ ちなみに、これらのガバナンス構造のうち、（1）～（3）は各企業の選択の余地が大きい（同一の国・地域においても企業ごとの多様性が大きい）のに対し、（4）は、上場先や非上場とするなど各企業による選択の余地がないわけではないものの、相対的に小さい（少なくとも同一の国・地域内では企業ごとの多様性は小さい）という点で、ややレベル感が異なる。その意味で、前者のメカニズムは、後者のメカニズムの影響を受けるという関係にある。

（１）取締役会構成（社外取締役比率）⁵¹

（企業価値との関係）

一般に、所有と経営が分離している株式会社において、企業の所有者である株主は、その利益（企業価値）を最大化するよう経営者の行動を規律付けたいと考える。しかし、実際に個々の株主が経営者の業務執行を常時かつ十分にモニタリングすることは、困難な場合が多い。とりわけ、大規模上場会社のように株式が広く分散保有され、かつ、株式の譲渡を通じて株主が頻繁に交代することが予定されている場合には、モニタリングが難しくなる。そこで、株主に代わり経営者の行動を規律付けるメカニズムの 1 つとして、取締役会が設置される場合がある⁵²。

取締役会を構成する取締役は、内部取締役（その企業の経営者など業務執行に関与する取締役）と社外取締役（業務執行に関与せず、経営者からも独立な他の企業の経営者や有識者など）に大別される。社外取締役のうち、取締役であること以外に当該企業またはその子会社・関連会社との間に利害関係を持たない者は、「独立取締役」と呼ばれることがある⁵³。

社外（独立）取締役は、業務執行を行わないほか、当該企業との利害関係が

⁵¹ 取締役会の特徴と企業価値ないし会計戦略との関係については、社外取締役比率との関係以外にも、例えば取締役会の規模、会合の頻度、取締役の持株比率、年齢、在職期間、最高経営責任者（CEO）との兼任の有無等との関係について実証分析がなされている。このうち、取締役の持株比率との関係については、本節（２）イ．で取り上げる。その他の特徴と企業価値ないし会計戦略との関係については、Ronen and Yaari [2008] pp.255-260 等を参照されたい。

⁵² もっとも、取締役会の機能・役割は国によってさまざまであり、その設置を義務付けるかどうか、国ごとに一様ではない。例えば米国のように、通常の業務執行にかかる意思決定は、取締役会決議により選任される CEO 以下のオフィサー（執行役員・経営幹部）等に委ね、取締役会の主たる機能は、業務執行者に対する監視（モニタリング）と助言（アドバイス）にあると考える国もあれば、日本のように、取締役会は業務執行機能とモニタリング機能を併有し、さらにモニタリング機能に特化する機関として監査役（会）の設置を要求または可能とする国もある（ただし、委員会設置会社においては、取締役会の役割は基本事項の決定と委員会メンバーおよび執行役の選任等の監督機能が中心となり、指名委員会・監査委員会・報酬委員会の 3 つの委員会が監査・監督というガバナンスの重要な地位を占める）。また、ドイツのように、取締役会と監査役会の二層構造を設け、取締役会は業務執行に特化し、モニタリング機能は監査役会が担うという国もある（以上を含め、主要国における取締役会の機能・役割については、伊藤ほか[2011]、栗原 [2012]、コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会 [2012]、神田 [2013]、額田 [2013] 等を参照）。なお、こうした取締役会の性格の違いから、取締役会構成が企業価値に影響を与えるメカニズムの説明の仕方が異なってくる可能性がある点には留意が必要とされている（藤田 [2013] 9 頁）。

⁵³ 実際には、独立取締役とそれ以外の社外取締役を区別せず、まとめて「社外取締役」として論じられている場合が少なくない。

小さいため、内部取締役と比べて、より客観的な立場から経営者のモニタリングが可能と考えられている。また、当該企業に不足している専門知識を供給する点で、多様かつ高度なアドバイス機能を有すると考えられている。そこで、取締役会に占める社外取締役、とりわけ独立取締役の比率を高めることによって、取締役会のガバナンス機能が強化され、企業価値の向上につながることを期待される。その一方で、社外取締役は、社内業務の知識や経験について乏しい場合が多く、また、外部者であるために情報の非対称性が大きいことから、経営者に対するガバナンス機能を十分に果たし得ない可能性が指摘されている。また、レピュテーション・コスト⁵⁴の存在が社外取締役自身の評価を上げるために経営者の悪質な利益調整を許容する要因になっているとの指摘もある⁵⁵。こうしたデメリットのほうが大きければ、社外取締役の増加は取締役会のガバナンス機能の強化につながらない可能性がある。

こうした両面を反映してか、社外取締役比率と企業価値に関する先行研究では、両者の間に有意な関係は観察されないとする実証結果が多いようである⁵⁶。こうした傾向は、特に米国企業を対象とした研究でみられるが⁵⁷、米国以外でも、例えば Andres, Azofra, and Lopez[2005]は、OECD10カ国の企業を対象として、社外取締役比率と企業価値（株式時価簿価比率）の間には明確な関係が認められないことを確認した。また日本企業を対象とした分析でも、例えば宮島ほか[2004]は、社外取締役比率と企業の生産性を示す「全要素生産性 (Total Factor Productivity : TFP)」⁵⁸指標との間には有意な関係が観察されないことを報告している。

このような実証結果が多くみられる理由として、先行研究では、概ね、社外取締役の増加は、取締役会によるモニタリング機能の強化につながりうる一方、外部者であるがゆえの情報の非対称性から、アドバイス機能の低下をもたらす

⁵⁴ 業績の悪い企業の取締役は、解任されるばかりか、次の就職先も見つからない可能性があることをいう。

⁵⁵ 以上につき、例えば Ronen and Yaari [2008] p.248 以下参照。

⁵⁶ 社外取締役比率と企業価値の関係に関する実証研究については、主に岩崎[2012]、内田[2012、2013]、宮島 [2013] を参照している。

⁵⁷ 例えば Hermalin and Weisbach[1991]、Yermack[1996]、Klein[1998]、Bhagat and Black[2002]、Ferris and Yan[2007]、Adams and Mehran[2012]、Easterwood, Ince, and Raheja[2012]等。

⁵⁸ 産出量の集計値 (output) をあらゆる生産要素投入量の集計値(input) で除したもの (宮島ほか [2004] 57 頁)。

かねず⁵⁹、両機能の適度なバランス（取締役会における社外取締役比率）は企業特性（例えば企業の規模、投資機会、リスクの程度、負債比率、競争関係、規制環境）等によって異なりうるということが指摘されている⁶⁰。例えば Adams and Ferreira[2007]や Harris and Raviv[2008]は、成熟した大企業のようにエージェンシー問題が深刻な企業では社外取締役比率が高いことが望ましいが、ベンチャー企業のように、創業者が多くの株式を保有しており、フリー・キャッシュフローも少ないためエージェンシー問題が小さく、また事業が特殊なために社外の者にはその企業のビジネスを把握するのが難しい場合には内部取締役の比率が高いことが望ましいことを理論的に示した。また Coles, Daniel, and Naveen[2008]は、米国企業を対象に、社外取締役比率とトービンの q で示される企業価値との関係を分析し、多角化経営を行っているなど多くの専門的な助言を必要とする複雑な（complex）企業では、社外取締役ならではのアドバイス機能が有効に機能し、経営者の意思決定の質の向上を通じて企業価値の向上に寄与するのに対して、研究開発費が大きい場合のように外部者が企業の情報を得るのが難しい企業（モニタリングやアドバイスに必要な情報が企業特殊である場合）では、社外取締役が企業価値を増大させる効果はなく、むしろ内部取締役比率と企業価値との間に正の相関があることを実証的に確認している。

なお、日本企業を対象とした分析では、社外取締役比率と企業価値には有意な正の相関が認められるとする実証結果も少なくないようである⁶¹。ただし、こうした結果は、例えば神作 [2013] が指摘するように、日本企業については、そもそも取締役会の監督機関化が進んでいない状況にあることが多い（すなわち日本企業の「特性」が影響している）とも考えられる。この点、例えば米国企業についても、新たな社外取締役の就任などのアナウンスメント（イベント）に対しては企業価値との間に正の相関が認められるとの実証結果が少な

⁵⁹ 例えば宮島ほか [2004] は、「内部昇進者とは異なった視点からの意見が経営改善に貢献したとの見方は支持されず、むしろ、情報の非対称性に直面した社外取締役には、経営への有効な参画が困難であった可能性が示唆される」との見方を示している（75頁）。

⁶⁰ 例えば Lehn, Patro, and Zhao[2009]参照。なお、このように企業ごとに最適な取締役会構成が異なるとすれば、すべての企業について取締役会構成とパフォーマンスの間の相関関係の有無を観察してもあまり意味がないとの問題意識から、最近では、企業が最適な取締役会構成を採用しているかどうかを問う研究が増えている（藤田 [2013] 8頁参照）。

⁶¹ 例えば三輪 [2006] や清水 [2007] は、企業価値の代理変数としてトービンの q を用いて、それと社外取締役比率や独立取締役比率との関係について分析し、両者の間には正の相関があることを示唆する実証結果を報告している（その一方で、清水 [2007] では、ROA と社外取締役比率の間には有意な相関が認められなかった）。また宮島・新田 [2007] や齋藤 [2011] は、社外取締役比率と前期からの ROA の増分で測った企業価値との間に有意な正の相関が認められることを確認している。

くない⁶²。また、米国企業を対象とし、社外取締役比率と企業価値の関係は非線形であり、一定の比率までは新しい社外取締役の就任に対して株式市場は好感するものの、一定の比率を超えるとそうした効果は消滅するとの実証結果⁶³も報告されている。

以上を総じてみると、①社外取締役の新たな導入が企業価値にとってプラスに働く可能性や、②企業によっては社外取締役ならではのモニタリング機能あるいはアドバイス機能が有効に作用し、意思決定の質の向上等を通じて企業価値の向上に寄与する可能性はあるものの、あらゆる企業について社外取締役の増加が取締役会のガバナンス機能の強化につながるとは言い難いことが示唆されよう。

(会計戦略への影響)

以上を前提として、社外取締役比率が会計戦略に与える影響に関する先行研究をみると、企業価値への影響に関する実証結果と同様に、社外取締役比率と利益調整との間には有意な相関関係が認められないとする実証結果も少なくないものの⁶⁴、両者の間に負の相関が認められる（社外取締役比率が高まるほど利益調整が抑制される）との実証結果が多く報告されている⁶⁵。例えば Klein[2002]は、米国企業を対象に、独立取締役比率で示される取締役会および監査委員会の独立性⁶⁶と裁量的発生高の絶対値で示される利益調整との関係について分析し、両者には負の相関が認められることを確認した⁶⁷。その一方で、こうした負

⁶² 例えば Rosenstien and Wyatt[1990]、Gupta and Fields[2009]、Nguyen and Nielsen[2010]。同様の結果は、日本企業を分析対象とした内田 [2009] でも報告されている。これらの結果は、社外取締役の選任によるモニタリングの厳格化に対して、株式市場が高く評価するためと解釈されている（岩崎 [2012] 21 頁参照）。

⁶³ 例えば Block[1999]。ちなみに、同研究では、社外取締役比率と株価に負の相関が認められるのは、概ね社外取締役比率が 60% 以上の場合との結果が示されている。

⁶⁴ 例えば岩崎[2009]、Park and Shin[2004]、Yang and Krishnan[2005]、Piot and Janin[2007]。

⁶⁵ なお、スペイン企業を分析対象とした Garcia Osma and Noguer[2005]のように、独立取締役と利益調整との間には正の相関があるとする研究もみられるものの、そうした報告は相対的に少ないようである。

⁶⁶ Klein[2002]は、社外取締役が所属する企業の資本関係や株主構成等を精査することにより、実際に独立性の高い取締役を識別し、これと利益調整との関係を分析している。

⁶⁷ 同様の結果は、Davidson, Goodwin-Stewart, and Kent[2005]（オーストラリア企業について分析）、Firth, Fung, and Rui[2007]（中国企業について分析）、矢澤 [2011]（日本企業について分析）等でも示されている（岩崎 [2009] 77~78 頁、Ronen and Yaari [2008] p.255 参照）。なお、岩崎 [2009] は、会社法で規定された社外取締役ないし監査役のうち、企業や経営者との間に利害関係をもたない取締役ないし監査役（具体的には東京証券取引所の『コーポレート・ガバナンス白書』に倣い、親会社、関係会社、大株主、親族、報酬関係のいずれにも該当しない

の相関は、独立取締役が過半数でない場合に最も顕著に現れること、すべてが独立取締役で構成される取締役会等と裁量的発生高との間には有意な関係が認められないことが確認された。こうした結果から、Klein[2002]は、独立取締役比率が高いほど利益調整が抑制される傾向にあるが、取締役会または監査委員会のメンバーがすべて独立取締役である必要はないことが示唆されるとしている。

また、より具体的な会計戦略に着目したものとして、例えば Peasnell, Pope, and Young[2005]は、英国企業を対象に、社外取締役と監査委員会の存在によって利益増加型の利益調整は抑制される傾向にある一方、利益減少型の利益調整には影響を与えないとの実証結果を報告している。さらに Ahmed and Duellman[2007]は、米国企業を対象に、取締役会の独立性と条件付保守主義との関係について分析し、条件付保守主義の程度は、内部取締役比率との間には負の相関があり、社外取締役による持株比率との間には正の相関があることを確認した。かかる結果から、Ahmed and Duellman[2007]は、保守主義にはエージェンシー・コストの削減効果があることが確認されたと指摘している。首藤・岩崎 [2009] も、日本企業を対象に、独立取締役比率の高い取締役会（および独立監査役比率の高い監査役会）⁶⁸は、経営者を厳格にモニタリングするために条件付保守主義が適用された（検証可能性の高い）会計数値を好むため、保守主義の程度を高めるとの仮説を立て、これを検証している⁶⁹。そのうえで、かかる結果から、条件付保守主義がコーポレート・ガバナンスのための有効なツールとして利用されていることが確認されたとの見方を示している。

以上を総じてみると、少なくとも社外取締役比率の上昇が取締役会（または監査役会）のモニタリング機能の強化につながる場合には、検証可能性の低い

者）を「独立性の高い社外取締役（監査役）」と定義し、日本企業を対象に取締役会および監査役会の独立性と利益調整の関係について実証分析を行っている。その結果、監査役会の独立性は利益調整を抑制する一方、取締役会の独立性は利益調整に影響を与えないことが確認されたとしている。もっとも、日本の取締役会は業務執行機能と監視機能を併せ持っており、監視機能は監査役（会）の設置によって補強されるという特徴が影響しているとすれば（脚注 52 参照）、監査役会の独立性と利益調整の間には負の相関が認められていることから、モニタリング機関の独立性の強化が利益調整の抑制につながることを示唆する点では Klein [2002] 等と同じとの見方もできよう。

⁶⁸ 岩崎 [2009] と同様に、会社法で規定された社外取締役（監査役）のうち、企業や経営者との間に利害関係を持たないかどうかで識別される。

⁶⁹ さらに同研究では、独立性の高い監査役のなかでも財務に関する専門性が高い監査役は保守主義の程度を高めているとの実証結果を得ている。これと同様の結果は、米国企業における監査委員会の構成と保守主義の程度について分析した Krishnan and Visvanathan[2008]でも得られている。

利益の計上が抑制される傾向はみられるものの、社外取締役比率が高い企業ほど経営者による機会主義的な会計戦略が抑制されるとは限らないことが示唆されよう。

(2) 株式所有構造

株主は、企業の所有者として、経営者の業務執行をモニタリングし、議決権の行使などを通じて経営者の行動を規律付ける⁷⁰。もっとも、株主は、同時に債権者や取引先であるなど、株主以外の利害関係者としての側面を有している場合も少なくないため、必ずしも株主価値（企業価値）を重視した行動をとるとは限らない。これまでの研究から、こうした株主による規律付けのメカニズム（ガバナンス）の有効性は、どのような主体がどの程度の株式を保有しているかといった株式所有構造による影響を受けることが示唆されている。そして、こうした株式所有構造の違いは、経営者と株主の間（および株主相互間）の利害対立から生じるエージェンシー・コストの発生と関連するため、経営者の行動の1つである会計戦略に対しても影響を与えたと考えられる⁷¹。

以下では、株式所有構造のうち、先行研究で多くみられる経営者持株比率、機関投資家持株比率、安定株主比率（持合い）を取り上げ、それらが企業価値および会計戦略に与える影響についてみていく⁷²。

⁷⁰ 株主による経営の規律付けの方法には、内部コントロールと資本市場を通じたコントロールの2つがある（広田 [1996] 251 頁）。内部コントロールとは、既存の株主が規律付けを行う方法であり、例えば、株主総会での重要事項の決議や、取締役の選任・解任を通じて間接的に企業の経営をコントロールすることなどが挙げられる。他方、資本市場を通じたコントロールとは、TOB（株式公開買付け）による敵対的買収によるものとされる。なお、内部コントロールの手段（権利）は、出資者である株主に経営者との事後的な交渉力を与えるために法律によって付与されたものであり（柳川 [2006] 第2章、同 [2011] 270～272 頁）、よって、株主が行使できる権利の内容は各国で必ずしも同じではない。この点は、実証分析結果を解釈する際にも留意が必要であろう。

⁷¹ 首藤 [2013b] 269 頁参照。

⁷² このほか、例えば金融機関も大口外部株主として経営者に対する規律付け機能を果たすと考えられている。もっとも、そうした効果は、特に金融機関が株主であると同時に融資者でもある場合に大きくなるとして、メインバンクや安定株主（株式持合い）として議論されることが多い。そこで、本稿でも、後掲のメインバンク依存度、安定株主比率のところで取り上げる。ちなみに、米国では、原則として融資先企業の株式保有が認められていないためか、米国企業を対象とした実証分析では、金融機関は機関投資家に含まれることが多いようである。

イ. 経営者持株比率

(企業価値との関係)

経営者が自社株を保有する場合、それが経営者のインセンティブに与える影響については、エージェンシー理論の観点から 2 つの相反する理論が提示されている。1 つは、「アラインメント効果」と呼ばれるものであり、経営者が自社株を多く保有するほど、経営者自身の富（効用）と企業価値との連動が大きくなるため、経営者が企業価値最大化のために行動するインセンティブが高まると説明される⁷³。もう 1 つは、「エントレンチメント効果」と呼ばれるものであり、経営者が一定比率以上の自社株を保有し、その地位が安泰になるほど、解任や敵対的買収等による規律付けが働かなくなるため、経営者が企業価値最大化のために行動するインセンティブが低下すると説明される⁷⁴。

このように、経営者持株比率の上昇は、経営者に企業価値最大化に向けて努力するインセンティブを与えるというプラスの効果（アラインメント効果）と、解任や敵対的買収等の可能性を減らして経営の緩みを生むというマイナスの効果（エントレンチメント効果）をもたらすと考えられているが、そのいずれが支配的かは持株比率によって異なることが多くの先行研究で確認されている。例えば、その先駆的な研究として知られる Morck, Shleifer, and Vishny[1988] は、経営者のインセンティブの代理変数として企業業績（トービンの q ）を用い、米国企業を対象として経営者持株比率とトービンの q との関係を分析し、両者の間には非単調の関係（nonmonotonic relationship）があることを確認した。具体的には、経営者持株比率が低い範囲と高い範囲では、両者の間に正の相関があり（アラインメント効果が支配的となり）、経営者持株比率が中間範囲（5～25%付近）にある場合には、負の相関があること（エントレンチメント効果が支配的になること）を確認した。こうした結果から、Morck, Shleifer, and Vishny[1988] は、次のような仮説が検証されたと解している。すなわち、アラインメント効果は、経営者の持株比率の増加に応じ比例的に大きくなるため、経営者持株比率のすべての範囲で発生するのに対し、エントレンチメント効果は、経営者の地位を安泰にするようなある程度の大きなシェアが必要となるため、経営者の持株比率がわずかな場合には、ほとんど発生しない。また、経営者持株比率が過半数を超えた場合も、経営者は解任される可能性がなくなり、

⁷³ 例えば Jensen and Meckling[1976]。

⁷⁴ 例えば Morck, Shleifer, and Vishny[1988]。なお、以上を含め、アラインメント効果とエントレンチメント効果に関する詳細は、手嶋[2004]、首藤[2010]、McConnell and Servaes[1990]、Teshima and Shuto [2008] 等を参照。

さらに株式を追加取得する動機もなくなるため、エントレンチメント効果の発生は期待されない。したがって、エントレンチメント効果が支配的となるのは、経営者の持株比率が50%を超えない中間範囲にある場合のみとなる⁷⁵。

（会計戦略への影響）

以上を前提として、経営者持株比率と会計戦略との関係に関する先行研究をみると、上記理論が示すようなアラインメント効果とエントレンチメント効果の両方を考慮した（非線形を仮定した）分析においては、経営者の会計戦略に関しても、アラインメント効果とエントレンチメント効果のいずれが支配的となるかは経営者持株比率によって異なることが確認されている。例えば Teshima and Shuto[2008]は、日本企業を対象に、経営者持株比率と経営者の機会主義的行動としての利益調整（裁量的発生高の絶対値）との関係を分析し、「経営者の持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲では、アラインメント効果が支配的になるため、経営者の利益調整は減少し、経営者持株比率が中間範囲では、エントレンチメント効果の影響が大きくなるため、利益調整は増加する」との仮説を検証した。さらに、利益増加型と利益減少型の利益調整で調査結果に相違が生じるかについて追加分析を行い⁷⁶、裁量的発生高の符号がプラス（利益増加型）のサブ・サンプルにおいて、仮説がより支持されたことを報告している。また Shuto and Takada[2010]は、日本企業を対象に経営者持株比率と条件付保守主義の適用との関係を検証し、経営者の持株比率が相対的に低い範囲と高い

⁷⁵ 同様の結果は、同じく米国企業について分析した McConnell and Servaes[1990]のほか、英国企業を対象とした Short and Keasey[1999]や日本企業を対象とした手嶋 [2004] 等でも確認されている。ただし、アラインメント効果からエントレンチメント効果が支配的になる持株比率（屈曲点）は、それぞれの研究で異なっている。例えば McConnell and Servaes[1990]は、1976年においては経営者持株比率が50%を超えたところでやや低下する傾向にある一方、1986年については40%を境に緩やかに減少に転じたとし、Short and Keasey[1999]では42%で減少に転じたとの結果を示している。また、McConnell and Servaes[1990]や手嶋 [2004] では、経営者持株比率がさらに大きくなれば、再び企業価値が上昇するという結果は得られなかった。その理由について手嶋 [2004] は、①サンプルにおける経営者の持株比率が欧米企業を対象とした先行研究よりも小さい（概ね50%以下の）レンジに限定されていること、②経営者持株比率が大きい企業ではトップ経営者が創業者一族の者であるケースが多く、これらの経営者には、株式保有とは別に創業者一族としての強力な発言力等によってエントレンチメント効果が生じている可能性があることなどが考えられると解釈している（42～43頁）。

なお、経営者持株比率と企業価値（トービンの q ）の間には正の相関（アラインメント効果）が認められることのみを報告した実証研究も少なくない（例えば Mehran[1995]、Lichtenberg and Pushner[1994]、佐々木・米澤 [2000]）。しかし、これらはエントレンチメント効果を考慮した（非線形の関係性を仮定した）検証を行っておらず、エントレンチメント効果の存在を必ずしも否定するものではないと推察される。

⁷⁶ 具体的には、裁量的発生高の符号により分割したサブ・サンプル（符号がプラスであれば利益増加型、マイナスであれば利益減少型）ごとの検証を行った。

範囲では、アラインメント効果が支配的になるため、条件付保守主義の程度が低くなり（負の相関が認められる）、経営者持株比率が中間範囲では、エントレンチメント効果の影響が大きくなるため、条件付保守主義の程度が高くなる（正の相関が認められる）ことを確認している⁷⁷。

なお、経営者持株比率と会計戦略の関係を非線形と仮定せずに分析した研究では、経営者持株比率と利益調整との間に負の相関（アラインメント効果）が認められるとの実証結果と、正の相関（エントレンチメント効果）が認められるとの実証結果が混在している。例えば Warfield, Wild, and Wild[1995]は、経営者持株比率と利益調整（異常発生高）の関係を実証的に分析し、両者には負の相関があることを確認した。また LaFond and Roychowdhury[2008]は、条件付保守主義が経営者と株主間のエージェンシー・コストの削減をもたらすとの仮定のもと、経営者持株比率と保守主義の程度との関係について実証分析を行い、両者には負の相関があること、すなわち、経営者持株比率が低下（企業の経営と所有の分離が拡大）し、エージェンシー問題が深刻化するほど、条件付保守主義の要請が強まるとの実証結果を報告した⁷⁸。これらに対し、例えば Gabrielsen, Gramlich, and Plenborg[2002]はデンマーク企業について、Jung and Kwon[2002]は韓国企業について、それぞれ Warfield, Wild, and Wild[1995]と同様の視点から分析を行い、いずれも Warfield, Wild, and Wild[1995]とは反対の結果を得ている⁷⁹。また Carlson and Bathala[1997]は、株式の分散保有が大きいほど（経営者によるコントロールが大きいほど）利益平準化の程度が大

⁷⁷ 日本企業については、しばしば株式保有構造の特徴としてメインバンク制や株式持合いが指摘されており、これらが経営者へのモニタリング機能を果たしうることから、保守主義への要請が英米企業と比べて低いとの見方がある。こうした影響を排除するため、Shuto and Takada[2010]では、金融機関持株比率と一般事業法人持株比率を説明変数に加えて分析を行っている。その結果、経営者持株比率と保守主義の適用にはアラインメント効果とエントレンチメント効果の両方が認められることが確認されたことから、日本企業の株主もまた、エージェンシー・コスト削減の観点から保守主義の要請があるとの見方が可能と解釈している（p.8）。

⁷⁸ 薄井[2004]も、日本企業を対象として、経営者の報酬が会計利益に関連している場合には、経営者持株比率が高いほど（経営者のコントロールが強いほど）保守主義の程度が小さくなることを確認している。

⁷⁹ Mitani[2010]も、日本企業を対象に経営者持株比率と利益調整（裁量的発生高の絶対値）との関係を分析し、両者の間には正の相関関係があるという、アラインメント効果理論に反する結果を報告している。こうした結果につき Mitani[2010]は、Bolton, Scheinkman, and Xiong[2006]が示唆するように、利益調整は株主と経営者の間の利害対立からではなく、現在株主と将来株主との間の利害対立（現在株主は短期的な業績のために経営者による利益調整を黙認）から生じるものであるとすれば、経営者による持株比率が高まると、経営者（＝現在株主）の利益のために利益調整を行うインセンティブが強まるためではないかとの解釈を示している（pp.3、15）。

きくなることを報告している⁸⁰。

以上の考察からは、経営者による自社株の保有は、経営者の経営努力に対するインセンティブを高め、その機会主義的な会計戦略の抑制につながる（それゆえに保守主義の程度が弱まる）が、過度の保有は機会主義的な会計戦略を助長する（それゆえに保守主義の要請が強まる）可能性があることが示唆される。

ロ. 機関投資家持株比率

（企業価値との関係）

機関投資家の定義は一義的ではないものの、その持株比率と企業価値や会計戦略との相関に関する先行研究では、概ね「対価を得て第三者の資産を運用する専門機関」を指しており、典型的には、投資顧問、投資信託、信託銀行、年金基金等がこれに該当すると考えられている。こうした機関投資家は、その顧客に対して資産運用にかかる受託責任を負っており、そのなかには株主権を行使して投資先企業の経営を改善することも含まれると解されていることから、経営者をモニタリングするインセンティブを有する。また、機関投資家は、通常、企業分析のための専門組織を備えているなど、相対的に高いモニタリング能力を有すると考えられている。こうしたことから、機関投資家の持株比率が高まるほど経営者に対するモニタリングが強まり、エージェンシー問題が緩和され、企業価値の向上につながることを期待される⁸¹。

その一方で、機関投資家は投資先企業との取引関係を維持するために、実際には経営者の意向に沿った議決権の行使が強要されるとする仮説や、機関投資家と経営者が双方の利益のために結託することで、機関投資家によるモニタリング機能が弱まるという仮説も提示されている⁸²。さらに、機関投資家が株式の短期売買を目的としている場合には、長期的な企業価値を犠牲にして短期利益を追求するよう、経営者に圧力をかけることも考えられる⁸³。

この点、先行研究をみると、機関投資家持株比率と企業価値の間には正の相関が認められる（企業価値を向上させる）とするものが多いようである。例え

⁸⁰ 同様の結果は、Koch[1981]、Beattie *et al.*[1994]等でも確認されている。

⁸¹ 例えば、宮島ほか[2004]、Shleifer and Vishny[1986]、Brickley, Lease, and Smith[1988]、McConnell and Servaes[1990]、Nickell, Nicolitsas, and Dryden[1997]等を参照。

⁸² 例えば Pound[1988]参照。なお、こうした仮説を検証した先行研究につき、Ronen and Yaari[2008]pp.228-229 を参照。

⁸³ 首藤 [2013b] 270 頁参照。

ば McConnell and Servaes[1990]は、米国企業を対象として機関投資家持株比率と企業業績（トービンの q ）の関係について実証分析し、両者の間には有意な正の相関が認められることを確認した⁸⁴。宮島ほか [2004] も、日本企業を対象として海外機関投資家の持株比率と生産性(TFP 指標)の関係を実証分析し⁸⁵、両者の間には有意な正の相関があることを報告している⁸⁶。さらに宮島・新田 [2011] は、日本企業を対象に海外機関投資家の持株比率と企業業績（トービンの q 、ROA）との関係について実証分析を行い、両者の間には有意に正の相関が認められる（ある年度の海外機関投資家の持分比率が高いほど、次年度の業績が大きく改善する）ことに加え、国内機関投資家の持株比率についても、トービンの q 、ROA ともにプラスの影響を与えることを確認している⁸⁷。

このように、機関投資家持株比率と企業価値との関係に関する先行研究をみる限り、機関投資家持株比率が高いほど、経営者へのガバナンス機能が強化され、企業価値の向上がもたらされる可能性が高いことが示唆される。

（会計戦略への影響）

機関投資家持株比率と利益調整との関係に関する先行研究をみても、両者の

⁸⁴ また McConnell and Servaes[1995]は、成長性の低い企業において機関投資家の持株比率の上昇が企業業績の改善につながることを示唆する実証結果を報告している。

⁸⁵ 本研究のように、日本企業にとって海外の機関投資家は経営に対してより積極的に発言するとの見方から、日本企業を対象とした研究では、特に海外の機関投資家による持株比率との関係を分析したものが多くみられる。また、同様の観点から、外国人持株比率と経営効率ないし企業価値との関係について分析した研究も多くみられる（例えば米澤・宮崎 [1996]、佐々木・米澤 [2000]、新田 [2000]、西崎・倉澤 [2003]）。これらの研究では、総じて、日本企業については、外国人持株比率と経営効率ないし企業価値との間に有意な正の相関が認められるとの結果が示されており、こうした結果から、外国人投資家には機関投資家の役割に近いガバナンス効果が期待されると考えられている（例えば佐々木・米澤 [2000] 37 頁）。

⁸⁶ なお、宮島ほか [2004] は、海外機関投資家による強制力のあるガバナンス行動の事例がみられないことから、こうした海外機関投資家の持株比率と企業価値(生産性)との正の相関関係は、株主としての直接的なコントロール権の行使によるものではなく、モニタリングによる規律付けによるもの、すなわち、株主の発言権（Voice）行使の可能性がもたらす緊張感に反応し、経営者が自律的に努力水準を高めるという経路によるものと考えられるとの解釈を示している（75 頁）。

⁸⁷ 以上のような実証結果については、機関投資家の株式保有が企業業績を改善させたのではなく、むしろ、ある企業の業績が改善すると予想したがゆえに機関投資家はその企業の株式に投資したという「逆の因果関係」が存在した可能性を否定できないなどの指摘がある（例えば田中 [2013] 37 頁参照）。この点、宮島・新田 [2011] では、海外機関投資家の株式投資と企業業績との同時決定性（海外機関投資家の株式投資が企業業績に影響を与えるとともに、企業業績も海外機関投資家の株式投資行動に影響を与えること）を考慮した分析を試みている。その結果、海外機関投資家の株式保有が企業価値に与えるプラスの効果は、同時決定性を考慮しない場合よりもさらに強く認められることを確認している。

間には負の相関（利益調整を抑制）が認められるとする実証結果が多いようである。例えば Chung, Firth, and Kim[2002]は、米国企業を対象に機関投資家持株比率と利益調整（裁量的発生高）との関係について実証分析を行い、両者の間には負の相関が認められることを確認した。同様の結果は、Rajgopal and Venkatachalam[1997]や日本企業を対象とした Mitani[2010]等でも確認されている。こうした結果につき、いずれの研究も、機関投資家の持株比率が高いほど経営者による機会主義的な利益調整が抑制されることを示唆すると解している。

もつとも、例えば海外の機関投資家など、経営者のモニタリングに必要な情報の収集に制約がある場合には、機関投資家持株比率と利益調整の間に正の相関がある（利益調整を助長する）とする実証結果もみられている（例えば Mitani[2010]、Ayers, Ramalingegowda, and Yeung[2011]）⁸⁸。また Bushee[1998]は、短期売買を目的とする機関投資家の持株比率が高い場合には、長期的な視点で重要な支出となる研究開発費を削減して短期の利益を捻出する傾向が高まるとの実証結果を示している。同研究は、研究開発費の削減という実体的裁量行動に関する分析ではあるものの、機関投資家が経営者の近視眼的な利益調整を助長する場合もありうることを示唆するものといえよう。

以上を総じてみると、機関投資家持株比率が高い企業ほど経営者による機会主義的な会計戦略が抑制される可能性が高いものの、情報収集に制約がある機関投資家や短期売買を主目的とする機関投資家の持株比率が高い場合には、企業価値の向上につながらない（あるいは企業価値の毀損につながる）会計戦略が選択される可能性が高まることが示唆されよう。

ハ. 安定株主比率（持合い等）

（企業価値との関係）

安定株主とは、業績や株価の変動に関係なく、長期にわたって安定的に株式を保有し続ける株主のことをいう⁸⁹。例えば、企業は、経営基盤の安定等を目的

⁸⁸ この点に関し、日本企業については、脚注 85 でみたように、外国人投資家には機関投資家の役割に近いガバナンス（経営者のモニタリング）機能があることが示唆されているものの、日本企業を対象とした先行研究をみると、外国人持株比率と利益調整の間には有意な関係が認められないとか、正の相関が認められるとの結果が多く報告されている。例えば首藤 [2010] は、外国法人持株比率と経営者による減益回避の利益調整（裁量的会計発生高）との関係を実証分析し、両者には規則的な関係が認められないとの結果を報告している。

⁸⁹ 新田 [2000] 74 頁。

として、取引関係にある金融機関や一般事業会社に自社の株式を長期保有してもらう代わりに、相手企業の株式を引き受け、自らも安定株主になることがある。こうした株式の「持合い」については、外部者による敵対的買収の脅威を弱め、資本市場の近視眼的な圧力に屈することなく長期的視野での投資を可能とするほか、デフォルト・リスクに対して保険の一形態を企業に供給する役割（リスク・シェアリング）を果たしうるなどの意義が指摘されている。それゆえに、安定株主には持合関係にある企業のデフォルト・リスクが顕在化しないよう当該企業をモニタリングするインセンティブが生じ、当該企業の経営者にも安定株主の信認を壊さないよう行動するインセンティブが生じるとすれば、安定株主には経営者の機会主義的な行動を抑制する効果も期待される。これらの効果に着目すれば、株式持合いは企業価値にとってプラスに作用すると考えられる⁹⁰。

その一方で、株式持合いには、外部株主によるガバナンス機能を低下させ、経営者の機会主義的な行動を助長する可能性（エントレンチメント効果）があることも指摘されている。すなわち、持合関係にある企業の経営者同士は、お互いの暗黙の信認のもとに企業の経営方針を自由に決定することができ、他の株主のコントロールを排除可能であるほか、敵対的買収の可能性を減少させるため、資本市場を通じたコントロールも効かなくなることなどが指摘されている⁹¹。こうした効果は、3.（2）イ. でみたように、経営者持株比率との関係で議論されることが多いが、安定株主の存在は、経営者のモラル・ハザードをより一層促進する可能性が高いことが指摘されている⁹²。こうした効果に着目すれば、株式持合いは企業価値にとってマイナスに作用すると考えられる。

この点、先行研究をみると、日本における株式持合いは、金融機関以外の一般事業法人（以下「事業法人」）との間でなされている場合には企業価値にとってマイナスの影響を与え、金融機関との間でなされている場合にはプラスの影響を与える、またはマイナスの影響が弱められることを示唆する実証結果が多く報告されている。例えば Lichtenberg and Pushner[1994]は、日本企業を対象に事業法人による持株比率と企業の生産性（TFP）および収益性（ROA）との関係について実証分析を行い、いずれの間にも負の相関があることを明らかに

⁹⁰ 実際、株式持合いによる安定所有構造が日本の戦後の高成長を支えたとの評価もある（例えばシェアード [1993] 参照）。

⁹¹ 例えば広田 [1996] 参照。

⁹² なぜなら、自社株を保有する経営者によって、過度の私的便益の追求は企業価値の低下を通じて自身の損失につながるが、安定株主化を進めた経営者はそのような損失を一切負担する必要がないからである（宮島・原村・江南 [2003] 207 頁）。

した。その一方で、株式持合いが金融機関との間でなされている場合には、企業の生産性（および収益性）を高めるとの結果を報告している。

西崎・倉澤 [2003] も、1980～99 年度における日本企業のデータを用いて大口株主保有比率と企業価値（トービンの q ）との関係について実証分析を行い、金融機関の保有比率と企業価値には有意な正の相関が認められるのに対して、事業法人（非金融法人企業）の保有比率は、有意でないものの、負の相関が認められることを確認した⁹³。そのうえで、こうした結果は、金融機関による株主としてのモニタリング活動は企業価値を高める一方、事業法人によるモニタリング活動（持合いによるモニタリング）は、大口株主であっても企業価値に正の影響を及ぼすものでなく、1990 年代においてはむしろネガティブな効果を持っていた可能性が示唆されると解釈している。

また手嶋 [2004] は、経営者持株比率が企業価値（トービンの q ）に影響を与えるかどうかを検証するなかで、日本企業においては、特に持合株主（金融機関と事業法人）が経営者の規律付けを通じて企業のパフォーマンスに影響を与えると予想されるとして、これら株主の持株比率を説明変数に追加した分析を行った。その結果、いずれの持分比率とも企業価値との間に概ね非線形の負の相関が認められるものの、金融機関持株比率については、企業価値との間に顕著な正の相関が認められる領域（持株比率 40～50% 近傍）があるのに対して、事業法人持株比率については、そうした領域はみられないことを確認した⁹⁴。こうした結果から、手嶋 [2004] は、①金融機関および事業法人は経営者にとつ

⁹³ ただし、本研究では、年金信託や投資信託などの機関投資家が「金融機関」に分類されているため、かかる結果が機関投資家のモニタリング活動による影響を示すものか、銀行や生保のモニタリング活動による影響を示すものか識別できないとしている。

このように、多くの研究では、安定株主ないし持合いの代理変数として、有価証券報告書などから取得可能な金融機関保有と非金融事業法人保有の割合が用いられている。しかし、金融機関保有には、年金や投資信託の資金が含まれる信託銀行名義のものと、かなりの部分が持合である銀行名義のものが混在しており、どの効果が分析されているかが明確ではないという問題がある。また、非金融事業法人には親会社が支配目的で保有するものが含まれており、独立した企業間の関係を中心とする安定保有の代理変数としては適切ではないとの指摘がある。この点、例えば新田 [2000] は、ニッセイ基礎研究所の持合データを用いて、こうした問題点を解消した安定株主の指標を作成して、株価や複数の財務パフォーマンス指標に対する影響を分析し、いずれの間にも負の相関があることを確認している。

⁹⁴ 具体的には、金融機関持株比率については、その上昇とともにトービンの q は低下するが、持株比率が 30% 近傍になるとトービンの q は下げ止まり、さらに持株比率が増加して 40% 近傍になるとトービンの q は上昇に転じ、50% 以上になると再び下降することが示された。その一方で、事業法人持株比率については、その増加とともにトービンの q は低下し、持株比率があるレベルになるとトービンの q はいったん下げ止まるが、50% 以上になると再び下降を始めることが示された。

て友好的な株主であり、経営者のエンtrenチメントを高める効果を持つこと、②友好的な株主の持株比率が過半数に近づくにつれて経営者にとって十分なエンtrenチメントとなることから、この効果が徐々に頭打ちになること、③金融機関は、その持株比率があるレベル以上になると、経営者に対する規律付けを強めることが示唆されるとの見方を示している。

以上を総じてみると、安定株主比率が企業価値に与える影響は一様ではなく、少なくとも融資者でもある金融機関が安定株主の場合には企業価値にプラスの影響を与える一方、事業法人が安定株主の場合には、マイナスの影響を与える可能性が高いことが示唆される。このように、同じ安定株主でもガバナンス効果に違いがみられる理由について、例えば新田 [2000] は、モニタリング機能の有無によるものと解釈している。すなわち、金融機関（特に銀行）は、株主よりも債権者の立場を優先してガバナンスに取り組んでおり、債権の保全のために経営の著しい悪化は容認できないと考えられる。これに対し、事業法人同士の持合いは取引関係に基づくものが多く、相手企業の経営にはあまり関心を持たないと考えられる。このため、事業法人株主は、完全なサイレント・パートナーで、モニタリング機能が弱く、企業経営にプラスとなるようなガバナンス活動を行わないと考えられ、その結果、株式持合のマイナス面が強く現れるのだろうとの見方を示している⁹⁵。

（会計戦略への影響）

安定株主比率と会計戦略との関係に関する先行研究をみても、安定株主が金融機関の場合と事業法人の場合とで異なるという結果が多くみられる。例えば野間 [2002] は、日本企業を対象に株式所有構造と利益調整（裁量的発生高）

⁹⁵ 安定株主としては、金融機関や事業法人による持合い以外にも、例えば創業者一族（企業）が考えられる。創業者一族（企業）は、企業の意思決定を支配するための十分な所有権を持つ「支配株主（controlling shareholder）」である場合が多く、さらに株式の持合いやピラミッド構造を形成することで間接的に多くの企業を支配し、企業集団を形成する。この場合、支配株主と経営者の利害対立（エージェンシー問題）が生じる可能性は低くなるものの、支配株主と少数株主との間に利害対立が生じる可能性は高まる。すなわち、支配株主は、自身の支配権を利用して私的便益を得るインセンティブを有し、それによる機会主義的な行動が企業価値の毀損をもたらしかねず、特に支配株主の議決権がキャッシュ・フロー権を上回る場合に、こうした行動は顕著となる傾向にあると考えられている（首藤 [2013b] 271 頁、小野 [2013] 329 頁等を参照）。この点、例えば鈴木・胥 [2000] は、日本企業を対象に取締役会規模と株式収益率（企業業績の代理変数）との関係を分析するなかで、創業者やオーナーの存在と株式収益率との間には負の相関があることを確認している。ただし、ROA を被説明変数とした場合には、統計的に有意とはいえないものの、符号は正となったことから、オーナーは株主価値の最大化ではなく、企業収益（キャッシュ・フロー）に注目していることを示唆すると解釈を示している（鈴木・胥 [2000] 58～59 頁）。

の関係について実証分析を行い、メインバンクを中心とした金融機関持株比率と利益調整との間には負の相関が認められるのに対して、事業法人持株比率との間には有意な関係が認められないとの実証結果を示した⁹⁶。さらに金融機関持株比率等が影響を与えうる利益調整が利益捻出によるものか、利益圧縮によるものかを分析するため、野間 [2002] では、ROA（収益性）を基準としてサンプルを 5 つのグループに分位し、それぞれのグループにつき、裁量的発生高がプラスの（利益捻出型の利益調整を行っている）企業とマイナスの（利益圧縮型の利益調整を行っている）企業に分位したうえで、金融機関持株比率と利益調整との関係を検証した。その結果、裁量的発生高がプラスの企業グループのうち、収益性の最も低い企業グループについては両者に有意な正の相関が確認された一方、収益性の最も高い企業グループについては有意な負の相関が確認された。また、裁量的発生高がマイナスの企業グループについては、全グループにおいて両者に有意な負の相関が認められた。こうした結果につき野間 [2002] は、①収益性が相対的に低い企業が利益捻出を行う場合には、金融機関はそうした裁量的行動を支援するガバナンスを行うのに対し、収益性が相対的に高い企業が利益捻出を行う場合には、その行動を抑制すること、②そうした企業を除けば、金融機関は経営者の利益捻出型の裁量的行動には影響を与えないこと、③その一方で、利益圧縮を行った企業に対しては、収益性の高低にかかわらず、圧縮する利益が大きくなるように経営者の裁量的行動を抑制していることを意味するものと解釈し、その理由について、金融機関は長期安定的な配当の確保を重視するためとの見方を示している。

首藤 [2010] も、日本企業を対象に金融機関および事業法人の持株比率と利益調整（裁量的発生高）との関係について実証分析を行い、金融機関による株式保有は経営者の減益回避の利益調整を抑制する傾向にある一方、事業法人による株式保有が大きい企業では、減益回避の利益調整が顕著になることを確認した。こうした結果につき首藤 [2010] は、金融機関は減益回避の利益調整に対して効果的なモニタリングを行う一方、事業法人の株式集中所有は、経営者の機会主義的行動を助長する傾向にあることを示しており、金融機関と事業法人は、同じ安定株主であっても、その会計利益情報に与える影響は対照的であ

⁹⁶ 例えば Mitani [2010] も、事業法人の持株比率と利益調整（裁量的発生高の絶対値）の間には有意な関係が観察されない一方、金融機関持株比率と利益調整の間には顕著な U 字型の関係が認められる（具体的には、金融機関の持株比率が約 39% の時点で利益調整は最小となり、同比率が約 39% よりも低く、あるいは高くなるにつれて、利益調整が増加する）との結果を得ている。

ることを示唆するものと捉えている⁹⁷。

以上の考察からは、事業法人による安定株主比率が高い場合には、機会主義的な会計戦略が助長される可能性が高まる一方、金融機関による安定株主比率が高い場合には、企業価値の向上につながりうるような会計戦略を経営者が選択する可能性が高まることが示唆されよう⁹⁸。

(3) 資金調達構造

イ. 負債比率

(企業価値との関係)

負債は、企業の資金調達方法の 1 つであると同時に、経営者の行動を規律付けるガバナンス機能があると考えられている。第 1 に、負債発行は、経営者に元利金の支払いを強制することを通じてフリー・キャッシュ・フロー（経営者が利用可能な資金）を削減するため、経営者による過剰な投資を抑制し、経営の効率化につながることが期待される。第 2 に、負債を返済できない場合（債務不履行時）には経営権が債権者に移転し、経営者は交代を余儀なくされるため、経営者に対して負債を返済しうるだけの収益を上げるよう効率的な経営を行うインセンティブを与える。第 3 に、実際に企業が破綻し、経営コントロール権が債権者に移転した場合には、債権者により経営計画が再検討され、既存の経営者が行えなかった資産の売却・人員整理などを通じて過剰規模の問題が解決され、経営が効率化される。こうした負債の機能に着目すれば、企業の負債比率が高いほど経営の効率化、ひいては企業価値の向上につながることが推定される⁹⁹。

その一方で、負債には、優良な投資機会を持つ企業に対しては、経営の効率性を引き下げる可能性もあることが指摘されている¹⁰⁰。すなわち、金融市場において情報の非対称性の問題があり、投資資金を必ずしも有利な条件で調達で

⁹⁷ なお、創業者一族などの支配株主の存在が経営者の利益調整に与える影響について分析したものとして、例えば Kim and Yi[2006]は、韓国企業を対象として、議決権とキャッシュ・フロー権が乖離する企業ほど、経営者の機会主義的な利益調整が増加することを示している。

⁹⁸ ただし、(3) ロ. でみるように、安定株主である金融機関がメインバンクである場合には、ガバナンス機能を果たさない場合もあると考えられている。

⁹⁹ 以上につき、例えば広田 [1996] 250～251 頁、岡田・佐藤 [2005] 4～5 頁を参照。なお、これらのほか、負債による節税効果も企業価値にとってプラスに働く（清水 [2007] 45 頁）。

¹⁰⁰ 例えば広田 [1996] 250 頁参照。

きない場合には、企業の負債の返済による手元資金の減少は、有益な投資の実行を妨げる（いわゆる「デット・オーバーハング問題」）。また、負債発行から起こりうる財務危機・倒産という事態も、優良な投資機会を持つ企業においては、経営の効率性を阻害する要因となりうる。こうした負債のネガティブな側面は、負債のエージェンシー・コストと呼ばれている。

このように、負債には企業価値にとってプラスの効果（経営者に対する規律付け）とマイナスの効果（投資抑制）の両方があり、そのいずれが大きいかによって、負債比率が経営の効率性ひいては企業価値に与える影響が異なってくると考えられる。この点、先行研究をみると、例えば **McConnell and Servaes[1995]**は、米国企業を対象として負債比率と企業価値（トービンの q ）の関係を実証分析し、成長機会の少ない企業（低成長企業）においては両者の間に有意な正の相関が認められる一方で、成長機会の豊富な企業（高成長企業）については、負の相関があることを確認した。広田 [1996] も、日本企業を対象として、低成長企業においては負債比率と企業経営の効率性¹⁰¹との間に有意な正の相関が認められるとの実証結果を報告している。さらに宮島ほか [2004] は、高成長企業においても、負債比率と **TFP** 成長率との間に正の相関が認められる（もっとも、その程度は低成長企業と比較して半分程度に低下する）を確認している。

これらの実証結果からは、低成長企業と高成長企業とで負債によるガバナンス効果が異なることが示唆される。その理由として、例えば宮島ほか [2004] は、高成長企業では、負債は投資制約というマイナスの側面と規律付け効果というプラスの側面があり、本研究では後者の効果が前者を上回ったと考えられるのに対し、低成長企業では、負債はプラスの効果のみを有するため、その効果が強く出るとは推察している¹⁰²。

¹⁰¹ 同研究では、企業経営の効率性を表す指標として、営業利益に人件費と福利厚生費を加えたものの総資産に対する比率（「付加価値／総資産比率」と呼称）を計算し、その値の以後3年間の平均値を用いている。その理由として、企業経営の効率性は、通常、トービンの q や総資産営業利益率（営業利益の総資産に対する比率）で測られることが多いが、近年のコーポレート・ガバナンスの文献では、企業価値の構成要素として、株式価値・負債価値とともに従業員の取り分（従業員余剰）をも含めて考えるのが通常となっており、この従業員余剰は日本企業においては特に重要と考えられるためと説明している（広田 [1996] 255 頁）。

¹⁰² すなわち、負債利用の効果が成長性に依存するとの従来の仮説は、負債を過大に利用すると資金調達自由度が失われ、成長機会の豊富な企業（高成長企業）では投資水準が過小となる一方、成長機会の少ない企業（低成長企業）では、負債の利払いによりキャッシュ・フローが削減されるため、過剰投資が抑制されるとしている。これによれば、過少投資問題が生じやすい高成長企業では、負債利用のマイナスの面が出やすく、過剰投資問題が発生しやすい成熟・衰退企業では、そのプラスの面が出やすいことになる。これに加えて、負債には、前述のように、経営者

（会計戦略への影響）

以上を前提として、負債比率と会計戦略との関係に関する先行研究をみると、例えば Trueman and Titman[1988]は、負債比率が高い企業は、債務不履行の確率を低めて負債コストをより低くする動機が生じることから、利益平準化を行う傾向にあることを理論的に示した。これを踏まえて、Carlson and Bathala[1997]や Grant, Markarian, and Parbonetti[2009]は、長期債務比率が高い企業では、利益平準化を行う傾向が高まることを確認している。また、日本企業を対象とした分析でも、例えば内田 [1997b] は、負債比率と利益平準化の間には正の相関があるとの実証結果を報告している。同研究は、メインバンク（3.（3）ロ. 参照）との関係が強い企業と弱い企業との間で利益平準化の程度の差があるかを分析したものであり、メインバンクとの関係が強い企業ほど利益平準化を行う傾向が強まることを確認している。その一方で、メインバンク借入依存度と利益平準化の間には有意な関係が認められなかったことから、メインバンク関係の強い企業において利益平準化の傾向が強まるのは、そうした企業は負債比率や非メインバンク借入依存度が高いためであり、メインバンク以外の貸し手（金融・資本市場全体）に対して自社が優良な借り手であることを示そうとするインセンティブが強まるため（内田 [1997a] 参照）ではないかと解釈している¹⁰³。

また、2.（3）でみたように、Ahmed *et al.*[2002]や薄井 [2004] は、負債比率が高く、配当政策に関して株主と債権者の利害対立が大きい企業（債権者が経営をコントロールする企業）ほど、保守的な会計処理を選択する傾向にあるとの実証結果を報告した。こうした結果について薄井 [2004] は、債権者は、

の自律的な努力を高めるという規律付け（インセンティブ）効果がある。したがって、高成長企業では、負債は、投資制約というマイナスの側面と規律付け効果というプラスの側面を持ち、どちらが強くなるかは両者のトレードオフに依存する。他方、低成長企業では、負債はプラスの側面しかなく、高成長企業よりもそのプラスの効果が強くなるとの解釈が示されている。なお、広田 [1996] も、負債と経営効率との負の相関が低成長企業のみで有意に認められたことについて、低成長企業では高成長企業と比べて、負債のエージェンシー・コストが小さいことが反映されている可能性もあるとの見方を示している（264頁）。

¹⁰³ このことは、経営者の利益平準化を助長するのは、メインバンクとの関係の強さではなく、負債比率の高さや非メインバンク借入依存度の高さにあることを示しており、実際、内田 [2001] では、負債比率や企業集団等が利益平準化に与える影響をコントロールしなければ、メインバンク関係が強い企業ほど利益平準化が抑制されるとの実証結果が報告されている。なお、この点については、例えば Kwak and Lee[2008]も、日本企業における利益平準化の決定要因について実証分析したなかで、負債比率と利益平準化の間に負の相関があることを確認している。もっとも、その理由として Kwak and Lee[2008]は、日本企業のように社債よりも銀行借入による資金調達割合が大きい場合には、債権者（銀行）による密接なモニタリングを通じて経営者の利益平準化が抑制されるためと解釈している。

企業が債権者の将来受領すべき資産を取り崩して他のステークホルダーに過大な報酬を与えないように、純資産や利益をできるだけ低く評価する会計測定（保守的な会計処理）を選好するためと解釈している。

以上を総じてみると、負債比率の高さは、企業価値との関係ではプラスの影響とマイナスの影響の両方があり、いずれの効果が上回るかは企業の成長度等によっても異なるものの、会計戦略との関係でいえば、負債比率が高い企業ほど、情報提供やエージェンシー・コストの削減を目的とした利益平準化や保守的な会計処理を行う傾向が強まることが示唆されよう。

ロ. メインバンク依存度

（企業価値との関係）

債権者のなかでも、とりわけメインバンクは、融資・持株関係などを通じて企業を密接にモニタリングすることから、経営者に対する規律付け機能を有し、負債のエージェンシー・コストを削減しうると考えられている¹⁰⁴。すなわち、メインバンクは、融資先企業との間に、単なる融資および資本関係を越えた人的関係（役員派遣等）や複合的な取引関係（外為取引等）を長期・継続的に遂行しており、それによって融資先企業の私的情報（内部帳簿や最高意思決定過程等）にアクセス可能である。そのため、メインバンクには、債権者を代表して債権保全に不可欠な企業の財務状態に対するモニタリングが期待されている。こうした機能に着目すれば、企業の資金調達構造としてメインバンクとの関係が強いほど、負債コストの低下あるいは経営効率化がもたらされ、企業価値の向上につながるということが推定される。

その一方で、メインバンクは、その本業が融資業務にある以上、株主としての立場よりも債権者の立場を重視する傾向にあるため、メインバンクによる経営者へのガバナンスは、融資先企業が経営危機に陥ったとき（債権を回収できない可能性が高まったとき）にのみ生じるとの見方もある（「状態依存型ガバナンス」¹⁰⁵）。さらに、メインバンク関係は、金融の自由化・国際化の進展につれて

¹⁰⁴ 例えば Aoki and Patrick[1994]、広田 [1996]、内田 [2001] 参照。

¹⁰⁵ 「状態依存型ガバナンス」とは、融資先企業の財務状況に応じてガバナンス機能の発揮される程度が異なることをいう（Aoki and Patrick[1994]）。メインバンクについてみると、金融取引を通じて顧客企業と密接な関係を維持し、私的情報を用いて常時モニタリングを行うものの、ステークホルダーに十分な収益分配がなされている間は経営に直接介入せず、融資先企業の収益が中程度に悪化すると監視を強め、さらに経営危機に接近すると、経営コントロール権がメインバンクに移転され、その主導下で経営の再建あるいは清算が選択されることを指す（以上につき、宮島ほか [2004] 68 頁参照）。

変質し、企業経営の効率性を高めるといふより、むしろ過剰な融資を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用した可能性も示唆されている¹⁰⁶。

この点に関し、前掲の宮島ほか [2004] は、企業のメインバンク依存度¹⁰⁷が負債の規律付け効果 (TFP 成長率の上昇) に与える影響について追加分析し、メインバンクからの借入と TFP 成長率との間には正の相関がある (メインバンクからの借入には企業価値を引き上げる効果がある) ものの、かかる効果は企業の財務状態が悪化すると有意に弱まることを確認した。その一方で、メインバンク以外からの負債では財務状態の悪化が規律付け効果を低下させるという現象が確認されなかったことから、宮島ほか [2004] は、メインバンクからの借入には、負債一般に期待される、デフォルトの脅威に伴う規律付けが十分に備わっていないと考えられるとの見方を示している。そのうえで、メインバンクへの依存度を高めた企業が財務危機に直面した場合には「状態依存型ガバナンス」が有効に作用せず、むしろ「追い貸し」と「モラル・ハザード」の悪循環が生じる可能性が高いこと、よって、負債の規律が生じる主な経路は、倒産回避のために努力水準を高めるといふ企業の自律的なものであることが示唆されるとしている¹⁰⁸。

また、メインバンク依存度と企業価値 (トービンの q) の間には負の相関があるとの実証結果も少なくない (例えば佐々木・米澤 [2000])。また岡田・佐藤 [2005] は、銀行対非銀行持株比率と銀行貸出集中度で示される銀行の相対的支配度と企業のリスクテイク行動 (ROA の期待値と実際の ROA の値との間の乖離度) との関係について実証分析を行い、①銀行の相対的支配度の上昇は、企業のリスクテイク行動を抑制し、収益性 (ROA) を押し下げる傾向にあること、②銀行の相対的支配力が強い企業では、ROA が低い水準にとどまる傾向にあることなどを確認した。こうした結果から、岡田・佐藤 [2005] は、「銀行は、貸出契約で決められた元利金以上の収入は得られないため、リターンは低くて

¹⁰⁶ 例えば関根・小林・才田 [2003] 参照。

¹⁰⁷ 『会社四季報 (東洋経済新報社)』の主要取引銀行欄で最初に記載された銀行をメインバンクとして特定したうえで、3年前とメインバンクが変わっていないかで安定性をチェックし、当該銀行からの借入額を総資産の再取得価格で除して測定。

¹⁰⁸ また内田 [2001] は、日本において 1980 年代前半にはメインバンク融資比率が高い企業ほどシステムティック・リスク (β) 値が低くなる一方、バブル崩壊後には、メインバンク融資比率あるいはメインバンク持株比率の高い企業ほど β 値が高くなるとの実証結果を報告している。そのうえで、こうした結果は、1980 年代前半においてはメインバンクが企業のリスクに対するモニタリングを行うという仮説が支持される一方、バブル崩壊後には不良債権問題や銀行の健全性の低下等を背景に、メインバンクのモニタリング機能が低下したことを意味するとの見方を示している。

も確実に収益が得られるプロジェクトの選択を望むであろうから、銀行のガバナンスには企業をリスク抑制的に行動させる側面があり、よって企業のパフォーマンスが低位安定する」という仮説が検証されたとしている。

(会計戦略への影響)

メインバンク依存度と会計戦略との関係に関する先行研究をみると、メインバンクが経営者の利益調整を抑制するとの実証結果が多くみられる。例えば Douthett and Jung[2001]は、メインバンクの存在が経営者による裁量的発生高を通じた利益調整を抑制する傾向にある（負の相関がある）ことを報告している。また首藤 [2010] は、メインバンクを含む金融機関の持株比率と減益回避の利益調整（裁量的発生高）との間に負の相関を確認し、金融機関による株式保有は経営者の減益回避の利益調整を抑制することを報告している¹⁰⁹。

さらに内田 [2001] は、メインバンクが企業のリスクについてモニタリングを行っている（内田 [1997a]）とすれば、他の債権者はメインバンクの貸出行動をみて当該企業のリスクを判断するため、メインバンク関係の強い企業は、利益平準化を通じて市場のリスク評価を改善しようとする動機が弱まると仮定し（メインバンクの非利益平準化仮説）、実証分析を行った。その結果、負債比率、社債発行ダミー、企業集団ダミーに関しては利益平準化仮説が成立する一方、メインバンク融資比率に関しては非利益平準化仮説が成立していることが確認されたことから、負債依存度の高い企業、社債を発行している企業、企業集団に属している企業ほど利益平準化の傾向が強まる一方で、メインバンク融資比率の高い企業は利益平準化の傾向が弱まることを確認している¹¹⁰。

以上の考察からは、メインバンク依存度の高い企業ほど経営者による会計戦略を抑制する傾向にあることが示唆される。その一方で、メインバンクが企業価値に与える影響についてはネガティブな見方や実証結果も少なくないことを

¹⁰⁹ このように、メインバンクは経営者の利益調整を抑制する可能性が示唆されている一方で、こうしたメインバンクの存在が利益捻出型の利益調整を助長するとの見方もある。例えば、中野 [1996] は、企業の経営権ないしコントロール権がメインバンクへ移転した時点（経営危機に陥った融資先企業にメインバンクから役員が派遣された時点）の前後における企業の裁量的会計行動の頻度と影響度を分析し、コントロール権移転前のほうが利益捻出の頻度および影響度のいずれも強い傾向にあることを確認している。こうした結果につき中野 [1996] は、仮にメインバンクが企業の実態を見透かしているとしても、利益捻出行動による利益の嵩上げによって、メインバンクの加入を「やり難くする」可能性があるためではないかとの見方を示している。

¹¹⁰ ただし、負債比率や企業集団等が利益平準化に与える影響をコントロールせずに、メインバンク関係の強い企業と弱い企業を単純に比較した場合には、メインバンク関係の強い企業ほど、負債比率が高く、企業集団に属する傾向にあることから、より利益平準化を行うことが示されるとしている（脚注 103 参照）。

踏まえると、メインバンクによる会計戦略の抑制はネガティブな効果をもたらす（例えば将来キャッシュ・フローに関する私的情報の提供につながる会計戦略を抑制する）可能性のほうが高いとの見方ができよう¹¹¹。

（４）市場環境

（企業価値との関係）

国・地域レベルでの法規制システム、企業金融構造、市場規模等の市場環境も、経営者の行動を規律付ける点でガバナンス機能を果たしうる。とりわけ、少数株主保護¹¹²や開示規制など、投資家（株主および債権者）の権利強化を目的とした法規制が充実し、かつそれらの執行力（法的エンフォースメント）が確保されている場合には、経営者の機会主義的な行動が抑制され、投資家の利益を重視した経営を行うインセンティブが高まることが期待されている。

この点、先行研究では、例えば法起源の相違が投資家保護規制や資本市場の充実度に影響を与え、それが資本コストひいては企業価値に影響を与える可能性が指摘されている。例えば La Porta *et al.*[2002]は、先進 27 カ国の各トップ 20 企業を対象に、少数株主保護法制の充実度と企業価値（トービンの q ）との関係について分析し、一般に少数株主保護法制がより充実している英米法（common law）諸国の企業のほうが、大陸法（civil law）諸国の企業よりも、企業価値が高い傾向にあることを示した¹¹³。また Anderson and Gupta[2009]

¹¹¹ もっとも、内田 [2001] 等が指摘するように、メインバンクが企業のリスクについて常時モニタリングを行うため、他の債権者はメインバンクの貸出行動をみて当該企業のリスクを判断すればよいとすれば、メインバンク依存度の高い企業の私的情報については、メインバンクの行動を通じて提供されることで足りるとの見方もありうるであろう。なお、この点に関し、内田 [1997c] は、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とでは、会計情報の情報内容が異なること（具体的には、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報はリスクについての情報としては有用性が相対的に低い、当期および将来のキャッシュ・フロー水準に関する情報としては有用性を備えているとの解釈が可能であり、「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報については、これと逆の解釈が可能であること）を示唆する実証結果を報告している。

¹¹² 少数株主保護の必要性については、La Porta *et al.*[2000]、柳川 [2006] 第 2 章等を参照。

¹¹³ かかる研究に先立ち、La Porta *et al.*[1997, 1998]は、49 カ国を英米法系（英、米、加、南ア、タイ、マレーシア、シンガポール等）、フランス系大陸法系（仏、ブラジル、インドネシア、フィリピン等）、ドイツ系大陸法系（独、スイス、韓国、日本等）、スカンジナビア系大陸法系（北欧 4 カ国）に分類したうえで、これら法起源と投資家保護法制の充実度および資本市場の大きさとの関係を分析し、①一般的に大陸法系は、英米法系よりも投資家保護が脆弱であること、②英米法系は株主および債権者のいずれに対しても相対的に最も強い保護を与え、フランス系大陸法系では最も弱く、ドイツ系大陸法系およびスカンジナビア系大陸法系は両者の中間に位置すること、③法規制の強制力については、スカンジナビア系大陸法系とドイツ系大陸法系が最も強く、

は、先進 22 カ国の企業を対象に、各国の資金調達構造および法体系が市場を通じたコーポレート・ガバナンスについては企業価値に与える影響について実証分析を行い、直接金融がメインかつ英米法の国では、間接金融がメインかつ大陸法の国と比べて、コーポレート・ガバナンスのレベルが高く、それに伴い企業価値（トービンの q ）が高い傾向にあるとの結果を報告した。さらに Lang, Lins and, Maffet[2012]は、先進 21 カ国の企業を対象に、財務情報の透明性（代理変数として利益調整の程度、会計基準や監査の質、アナリストの予測精度等を利用）と株式市場の流動性および企業価値との関係について実証分析し、①財務情報の透明性が高い企業ほど株式の流動性が高まること、②こうした透明性と流動性の関係は、投資家保護や開示規制が弱く、株式所有の集中度が高い（すなわち投資家の不確実性が高い）国ほど顕著にみられること、③流動性が高い企業ほど、資本コストが低く、企業価値（トービンの q ）が高まる傾向にあること等を確認している¹¹⁴。

（会計戦略への影響）

以上を前提として、市場環境と会計戦略の関係に関する先行研究をみると、前述（2.（3）イ）でみたように、Leuz, Nanda, and Wysocki[2003]や Lang, Raedy, and Wilson[2006]は、投資家保護が強い国の企業ほど利益調整（利益平準化等）に消極的であるとの実証結果を報告している。また Gopalan and Jayaraman[2012]は、米国以外の 22 カ国を対象に、投資家保護の弱い国では、企業内部者によって支配されている企業ほど利益平準化が顕著になる一方で、投資家保護が強い国では、内部者によって支配されている企業であっても、利益平準化が減少することを確認している。

フランス系大陸法系が最も弱いこと、④投資家保護の弱い国（特にフランス系大陸法系）の資本市場は相対的に小さいこと等を指摘した。こうした結果に基づき、La Porta *et al.*[2002]では、投資家保護法制の充実度を示す指標として、法起源（英米法諸国か大陸法諸国か）および少数株主権の充実度（取締役の選任のしやすさ、株主総会開催時における株式譲渡の自由度、重大な決定に対するクラス・アクションや株式買取請求権の行使の可否、臨時株主総会の招集に必要な議決権の割合等により判断）を用いている。

もっとも、以上のような La Porta *et al.*の類型論に対しては、各国の規制システムを特徴付けている諸変数の定義と定量化の方法が実証結果を左右するにもかわらず、その妥当性や信頼性には疑問がある、市場メカニズムを無視している等の批判もあり（例えば大日方 [2007a] 17～18 頁、藤田 [2013] 13 頁を参照）、実際、La Porta *et al.*が示すような関係性が必ずしも認められないことを示唆する実証結果（例えば Francis, Khurana, and Pereira[2001]、Ahmed, Kim, and Henry[2006]）も報告されている。

¹¹⁴ このほか、Lang, Lins, and Miller[2003]、Daouk, Lee, and Ng[2005]、Hail and Leuz[2006]等においても、証券規制や開示規制が厳格であるほど資本コストが低下する傾向にあることを示唆する実証結果が報告されている。

また Burgstahler, Hail, and Leuz[2006]は、IFRS 強制適用前(1997-2003年)の EU13 カ国の公開・非公開企業を対象に、市場規律および法制度の特徴と利益調整との関係を分析し、①執行力(エンフォースメント)の質¹¹⁵が高い国では、非公開企業および公開企業ともに利益調整が抑制されること、②少数株主保護や開示規制が充実している国や、大規模で発達した株式市場を有する(間接金融よりも直接金融のほうがメインである)国ほど、公開企業における利益調整が弱まること等の実証結果を報告した¹¹⁶。また Gul and Fung[2004]は、香港企業を対象として、投資家保護や情報開示が充実した法域(香港法下の香港市場または米国市場)に(クロス)上場する企業は、中国法下の香港市場に上場する企業に比べて、利益増加型の利益調整が少ないとの実証結果を示している。

さらに、市場環境が会計上の保守主義の程度に影響を与えることも指摘されている。例えば Ball, Kothari, and Robin[2000]は、7カ国の企業を対象に会計利益の適時性と条件付保守主義の程度を測定し、英米法(common law)諸国では、成文法(code law)諸国に比べて、企業における会計利益の適時性(経済的損益の会計利益への反映)の程度が高く、とりわけ経済的損失を適時に(早期に)会計利益に反映させる点で、より保守的に会計処理を行う傾向にあることを明らかにした¹¹⁷。Bushman and Piotroski[2006]も、38カ国の企業を対象に、国レベルでの制度的特徴(法制度・裁判制度の質、証券規制の強弱、金融市場における政府の影響度、会計と税務のリンクの程度)と条件付保守主義の

¹¹⁵ La Porta *et al.*[1998]に倣い、①司法制度の効率性に関するインデックス、②法規制に関するインデックス、③汚職(corruption)のレベルにより測定。その一方で、法起源については、法的エンフォースメントの質を示す代理変数というよりは、多様な制度的要因を把握するうえでのサマリーとしての指標(summary measure)に近いとして、用いていない。

¹¹⁶ 同研究では、このほかにも、①非公開企業のほうが公開企業よりも利益調整に積極的であること、②会計と税務の結びつきが強い国の企業ほど利益調整が強まるが、公開企業ではその傾向が弱まることなどを示唆する実証結果が報告されている。このように、公開企業と非公開企業とでは利益調整に与える影響が異なることが多くの先行研究に示されているが、それらの結果は、同研究のように公開企業のほうが利益調整は抑制されるというものと、公開企業のほうが利益調整に積極的になるというものが混在している。その解釈として、前者は、主に公開企業のほうが株主や債権者から高い利益の質を要求されるためとの見方を示し、後者は、主に公開企業のほうが株式市場を中心としたさまざまな利益調整インセンティブが高まるためとの見方を示している(以上につき、例えば首藤[2013a]12~13頁を参照)。

¹¹⁷ こうした結果につき Ball, Kothari, and Robin[2000]は、情報の非対称性の問題が、英米法諸国では財務報告における適時性や保守主義といった公表情報を通じて解決されるのに対して、成文法諸国では主要なステークホルダーとの緊密な関係といった私的情報を通じて解決されることを示すものと捉え、前者を「株主によるガバナンス・モデル」、後者を「ステークホルダーによるガバナンス・モデル」と称している。

程度との関係について分析し、法起源にかかわらず、高品質の法システム（投資家保護規制と司法制度で判断）を有する国の企業は、低品質の法システムを有する国の企業に比べて、市場でのバッド・ニュース（経済的損失）をより早期に会計利益に反映する（保守的な会計処理を行う）こと等を報告している。その理由として、同研究では、高品質の法システムを有する国では、契約に会計数値を用いることが多いため検証可能性の高い情報が求められることや、訴訟リスクが高いため会計利益の過大報告は潜在的な訴訟コストを増加させること等が挙げられている。

以上の考察からは、少数株主保護や開示規制等の投資家保護法制が充実しており、それらの執行力も高い国・地域の企業ほど、利益平準化や利益増加型の利益調整が抑制される一方、保守主義の程度が強まる傾向にあることが示唆される。このことは、少なくとも投資家の観点からは、利益平準化については機会主義的な目的で用いられる場合が多いとの見方が強く、保守主義については経営者へのガバナンスを補完するものとの見方が強いことを反映しているともいえよう。

4. 企業のガバナンス構造が会計戦略とその効果に与える影響について

以上の考察結果をまとめると、大きく次の2点が示唆されよう。

第1に、GAAPの枠内での具体的な会計処理につき経営者に裁量の余地がある場合において、経営者の会計戦略が財務報告の目的をよりよく達成し、ひいては企業価値の向上につながりうるかどうかは、そうした会計戦略を行う経営者の目的（動機）が大きく影響すると考えられる。すなわち、利益平準化および保守主義が利益の質（資本コスト）に与える影響に関する先行研究をみる限り、会計戦略が①機会主義的な目的でなされた場合には、利益の質にマイナスの影響を与える（資本コストを引き上げる）可能性が高く、②情報の非対称性ないしエージェンシー・コストの削減を図る目的でなされた場合には、利益の質にプラスの影響を与える（資本コストを引き下げる）可能性が高いことが示唆された。その一方で、経営者の真の目的を投資家等の外部の利害関係者が判別することは困難である。そのため、会計戦略の効果（利益の質を通じた資本コストへの影響）が経営者の目的と整合しない方向に変化してしまう可能性があり、それによって投資家の投資判断が歪められたり、経営者による情報提供の抑制等につながるとすれば、経営者、投資家双方にとって好ましくない。

そこで、経営者の機会主義的な行動を抑制し、企業価値の向上につながる行動を経営者に促すような規律付けのメカニズム（ガバナンス）の有無および有

効性を手がかりに、会計戦略にかかる経営者の目的を推察しうるのではないかと考え、いくつかのガバナンス・メカニズムを題材に、企業のガバナンス構造と企業価値および会計戦略との関連性について整理・考察した。それらの考察結果を総じてみると、企業において例えば次の(a)~(f)のようなガバナンス構造がみられる場合には、会計戦略との関係では経営者への規律付けが有効に機能しているとの推察が可能であり、よって、経営者は機会主義的ではなく、情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減を目的とした会計戦略を選択する可能性が高いとの見方が可能と考えられる¹¹⁸。

- (a) 経営者の持株比率が中間範囲以外にある場合
- (b) 機関投資家の持株比率が高い場合（ただし、情報収集に制約がある機関投資家や短期売買を主目的とする機関投資家は除く）
- (c) 事業法人による安定株主比率が低い場合¹¹⁹
- (d) 負債比率が高い場合（特に低成長企業の場合）
- (e) メインバンク依存度が低い場合（特に負債比率が高い場合）
- (f) 資金調達先の市場（国・地域）における投資家保護法制や開示規制およびそれらの執行力の質が高い場合

このように考えられるとすれば、投資家は、投資判断において企業のガバナンス構造をより重視することによって、経営者の会計戦略に誤導されるリスクを減らすことが可能となり、また企業（経営者）にとっても、こうしたガバナンス情報を開示することによって、投資家に会計戦略の目的を誤解されるリスクを減らし、私的情報の提供を通じた資本コストの低下（企業価値の向上）を実現しやすくなるとの見方が可能であろう。そして、このことは、財務報告に

¹¹⁸ もっとも、これら(a)~(f)のいずれか1つでも当てはまる場合には、企業全体としてのガバナンスが有効に機能しているといえるかどうかは、別問題とも考えられる。ガバナンス構造の組み合わせによっては、それ以外のガバナンス要因によるマイナス効果が大きいために、企業全体としてのガバナンスは弱まる場合もありうると考えられるためである。このように、ガバナンス構造が会計戦略ないし企業価値に与える影響をみるうえでは、複数のガバナンス要因を総合的に考慮することが重要である。ただし、そうであるとしても、こうしたガバナンス構造が企業に認められるかどうかは、企業価値の向上につながりうるような会計戦略を経営者に促す可能性が高いかどうかを判断するうえでの有益な材料となろう。

¹¹⁹ これに対して、安定株主が金融機関である場合には、ガバナンスの有効性が高まるかどうかは、先行研究からは一概には言い難い。安定株主が融資者でもある金融機関である場合には、その比率が高いほどガバナンス機能が高まるとの実証結果が多くみられる（3.（2）ハ。）一方、メインバンク依存度の高まりは、会計戦略との関係ではネガティブに働くとの実証結果も少なくない（3.（3）ロ。）ためである。もっとも、こうした結果は、実証研究ごとに金融機関やメインバンクの定義が異なることが影響している可能性もあろう。

おけるガバナンス情報の重要性を再確認するものともいえよう¹²⁰。

第 2 に、ガバナンス構造と企業価値および利益調整との関係を分析した先行研究をみると、あるガバナンス構造について、利益調整との間には負の相関が認められる一方、企業価値との間に正の相関が認められない場合もあることが示唆される¹²¹。このことは、経営者へのガバナンスが有効に機能し、本来であれば企業価値の向上という効果をもたらさうような会計戦略が選択される可能性がある場合であっても、そうした効果が生じない（あるいはネガティブに働く）場合もありうることを示唆している。その理由の 1 つとして、2. (3) の冒頭で触れたように、情報の非対称性ないしエージェンシー・コストの削減を目的とした会計戦略であっても、会計戦略が企業価値に影響を与えうるもう 1 つのルート、すなわち、企業行動（例えば投資水準ないし投資効率）への影響という観点からはネガティブな効果をもたらす場合もありうるためと考えられる¹²²。例えば、負債比率が高い企業ほどガバナンス機能が高まり、資本コストの低下を通して企業価値の向上に資する会計戦略（例えば保守主義）の選択を経営者に促す可能性が高まるとしても、高成長企業については、投資抑制というマイナス効果のほうが上回り、企業価値にネガティブな影響を与える場合もあることが先行研究からは示唆されている。こうした点を踏まえると、例えば経営者へのガバナンスの補完機能があるとされる保守主義については、多くの先行研究が示すように¹²³、投資行動（投資水準および投資効率）の改善を通じて企業価値の向上に貢献する可能性が高い一方で、すでにガバナンスが強く機能している企業において、その程度を強めることは、経営者へのガバナンスが過剰に働き、投資やリスクテイクの過度な抑制による企業価値の低下をもたらしかねない場合もあるとの見方が可能であろう。

以上の考察を踏まえ、企業のガバナンス構造が会計戦略（利益平準化および保守主義）とその効果に与える影響について、やや大胆な推論を展開するとすれば、次のような仮説が成り立ちうると考えられよう。

¹²⁰ このように、ガバナンスが会計情報の有用性を高める一方、会計情報はガバナンスの一役を担うという側面もあるとされており、両者は相互補完関係にあるといえる。こうした点を含め、会計情報とコーポレート・ガバナンスに関する研究については、例えば **Bushman and Smith[2001]**、**Armstrong, Guay, and Weber[2010]**、**Brown, Beekes, and Verhoeven[2011]**を参照。

¹²¹ 例えば、先行研究からは、メインバンク依存度が高いほど利益調整は抑制される一方、企業価値の低下がもたらされる場合もあることが示唆されている。

¹²² 脚注 30 参照。

¹²³ 脚注 33 参照。

- ① 上記(a)～(f)のようなガバナンス構造を有する企業においては、利益平準化や保守主義が企業価値の向上に資する一方、そうでない（逆の構造を有する）企業がこうした会計戦略をとることは、企業価値の向上につながらない可能性が高いのみならず、場合によっては企業価値の減少につながりかねない。
- ② 法規制や慣行等により、上記(a)～(f)のようなガバナンス構造を有する企業が少ない国・地域では、例えば会計基準によって、利益平準化や保守主義などの会計戦略にかかる経営者の裁量の余地を狭める（例えば保守主義であれば条件付保守主義ではなく無条件保守主義をルール化する）ほうが望ましい。
- ③ 保守主義にはガバナンスを補完する機能があるため、他の仕組みによってガバナンスが強固に働いている企業がその程度を強めることは、企業価値の向上をもたらさない可能性があるのみならず、場合によっては企業価値の減少につながりかねない。

5. おわりに

本稿では、GAAP の枠内での具体的な会計処理につき経営者に裁量の余地がある場合において、財務報告の目的の 1 つである情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減をよりよく達成し、ひいては企業価値につながりうるような会計戦略を経営者が選択するうえで、企業のガバナンス構造はどのような影響を与えうるかについて、いくつかの会計戦略およびガバナンス・メカニズムを題材に、整理・考察した。その主たる検討結果は次のとおりである。

まず、経営者による会計戦略が財務報告の目的をよりよく達成し、ひいては企業価値の向上につながりうるかどうかは、利益平準化や保守主義の効果にかかる先行研究をみる限り、それを選択した経営者の目的が大きく影響する可能性が高いとの見方が可能である。そして、経営者が会計戦略を選択する目的については、経営者自身の効用最大化や投資家等の誤導といった機会主義的な目的と、私的情報の提供（情報の非対称性の緩和）や効率的契約によるエージェンシー・コストの削減を図るといった目的の 2 つに大別でき、このうち後者の目的により利益平準化や保守主義が選択された場合には、利益の質の向上（資本コストの低下）を通じて企業価値の向上がもたらされる可能性が高まることが示唆された。

次に、そうした経営者の真の目的を外部からは判別するのは困難であるものの、企業価値の向上に向けて経営者を規律付けるメカニズム（ガバナンス）の有無および有効性を手がかりに、会計戦略にかかる経営者の目的を推察可能と

捉え、ガバナンスと企業価値および会計戦略との関連性について考察した。その結果、例えば企業のガバナンス構造において、(a)経営者の持株比率が中間範囲以外にある、(b)情報収集に制約がある機関投資家や短期売買を主目的とする機関投資家を除いた機関投資家の持株比率が高い、(c)事業法人による安定株主比率が低い、(d)負債比率が高い（特に低成長企業の場合）、(e)メインバンク依存度が低い（特に負債比率が高い場合）、(f)資金調達先の市場（国・地域）における投資家保護法制や開示規制およびそれらの執行力の質が高い等の特徴が認められる場合には、経営者の機会主義的な会計戦略の選択が抑制され、企業価値の向上につながりうる（情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減を目的とした）会計戦略を選択する可能性が高まる可能性が示唆された。このことは、ガバナンス情報が投資判断において極めて重要であることを意味し、財務報告におけるガバナンス情報の適切な開示の重要性を再確認するものといえよう。

そのうえで、以上の考察を踏まえると、次の3つの仮説（推論）が成り立ちうることを示した。第1に、上記(a)~(f)のようなガバナンス構造を有する企業においては、利益平準化や保守主義が企業価値の向上に資すると考えられる一方、そうでない（逆の構造を有する）企業がこうした会計戦略をとることは、企業価値の向上につながらない可能性が高いのみならず、場合によっては企業価値の減少につながりうる。第2に、法規制や慣行等により、上記(a)~(f)のようなガバナンス構造を有する企業が少ない国・地域では、例えば会計基準によって、利益平準化や保守主義などの会計戦略にかかる経営者の裁量の余地を狭める（例えば保守主義であれば条件付保守主義ではなく無条件保守主義をルール化する）ほうが望ましい。第3に、保守主義にはガバナンスを補完する機能があるため、他の仕組みによってガバナンスが強く働いている企業がその程度を強めることは、企業価値の向上をもたらさない可能性があるのみならず、場合によっては企業価値の減少につながりかねない。

もっとも、こうした仮説は、本稿における限られた先行研究のレビュー等に基づく推論にすぎず、そうした見方が可能かどうかは、今後、理論・実証の両面から検証を積み上げていく必要がある。この点、これまでの実証研究は、ガバナンスと企業価値との関係、ガバナンスと会計戦略（利益調整）との関係、会計戦略（利益調整）と利益の質ないし企業価値との関係というように、2者間の関連性を検証するものが多く、ガバナンス、会計戦略、企業価値の3者間の関連性を同時に検証するものは少ないようである。また、複数のガバナンス・メカニズムの組み合わせが会計戦略ないし企業価値にどのような影響を与えるのかについて分析した研究も少ないように思われる。今後、こうした研究の蓄

積が期待される¹²⁴。

参考文献

- 秋葉賢一、「IFRS と保守主義—概念フレームワークとの関係—」、『週刊経営財務』No.3087、2012年、12～15頁
- 伊藤邦雄、「IFRS への取組みの現状・論点・課題」、伊藤邦雄責任編集『企業会計制度の再構築』、中央経済社、2013年、2～19頁
- 伊藤靖史・大杉謙一・田中亘・松井秀征、『会社法 第2版』、有斐閣、2011年
- 岩崎拓也、「監査役会と取締役会の特徴が利益調整に与える影響」、『六甲台論集：経営学編』第56巻第1号、神戸大学大学院経営学研究科、2009年、77～105頁
- 、「取締役会の独立性の経済的意義」、『証券アナリストジャーナル』第50巻第5号、2012年、19～27頁
- 薄井 彰、「株式評価における保守的な会計測定の経済的機能について」、『金融研究』第23巻第1号、日本銀行金融研究所、2004年、127～160頁
- 内田交謹、「メインバンク関係と企業評価—株式市場におけるリスク評価を中心に—」、『ファイナンス研究』No.22、1997年a、1～14頁
- 、「メインバンク関係と企業の利益平準化政策」、『経済論究』第97号、九州大学大学院、1997年b、1～16頁
- 、「メインバンク関係と会計情報の有用性について」、『証券経済研究』第5号、1997年c、157～171頁
- 、『企業財務の機能と変容』、創成社、2001年
- 、「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」、『商事法務』No.1874、2009年、15～22頁
- 、「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」、『証券アナリストジャーナル』第50巻第5号、2012年、8～18頁
- 、「日本企業の取締役会の進化と国際的特徴」、『商事法務』No.2007、2013年、41～48頁
- 岡田敏裕・佐藤嘉子、「銀行のガバナンス、企業のリスクテイク行動とパフォーマンス」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.05-J-4、日本銀行、2005年
- 小野武美、「資金調達・コーポレートガバナンスと会計情報」、伊藤邦雄・桜井久勝責任編集『体系 現代会計学 [第3巻] 会計情報の有用性』、中央経済社、2013年、317～339頁
- 大日方 隆、「日本企業の利益情報の価値関連性—サーベイ：世界から見た日本—」、CARF ワーキングペーパー、CARF-J-037、2007年a
- 、「会計情報の有用性と企業価値評価—効率的市場仮説の再検討—」、CARF ワーキ

¹²⁴ 中野・大坪・高須 [2014] は、こうした研究の試みの1つと位置付けることが可能であろう。

- ングペーパー、CARF-J-040、2007年b
- 、『アドバンスト財務会計 第2版』、中央経済社、2013年
- 加賀谷哲之、「日本企業の費用収益対応度の特徴と機能」、『會計』第179巻第1号、2011年、68～84頁
- 神作裕之、「取締役会の独立性と会社法」、『商事法務』No.2007、2013年、48～58頁
- 神田秀樹、『会社法 第15版』、弘文堂、2013年
- 栗原 脩、『コーポレート・ガバナンス入門』、きんざい、2012年
- 黒川行治、「利益の質と非効率な市場」、黒川行治編著『実態分析 日本の会計社会——市場の質と利益の質』、中央経済社、2009年、99～120頁
- コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会、「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」、『金融研究』第31巻1号、日本銀行金融研究所、2012年、1～66頁
- 小賀坂 敦、「会計基準アドバイザー・フォーラム (ASAF) の設置の経緯及び概要」、『会計基準』第41号、2013年、17～22頁
- 齋藤卓爾、「日本企業における社外取締役の導入の決定要因とその効果」、宮島英昭編著『日本の企業統治』、東洋経済新報社、2011年、181～213頁
- 佐々木隆文・米澤康博、「コーポレート・ガバナンスと株主価値」、『証券アナリストジャーナル』第38巻第9号、2000年、28～46頁
- シェアード、ポール、「日本の株式持合いと企業支配」、『フィナンシャル・レビュー』第28号、1993年、56～92頁
- 清水 一、「取締役会の属性と企業価値の関係について」、『高松大学紀要』第48号、2007年、39～52頁
- 首藤昭信、『日本企業の利益調整—理論と実証』、中央経済社、2010年
- 、「利益調整研究の体系と新動向」、『証券アナリストジャーナル』第51巻第5号、2013年a、6～19頁
- 、「利益調整の動機と手法」、伊藤邦雄・桜井久勝責任編集『体系 現代会計学 [第3巻] 会計情報の有用性』、中央経済社、2013年b、251～293頁
- ・岩崎拓也、「監査役会および取締役会の独立性と保守主義の適用」、『産業経理』Vol.69 No.1、2009年、89～99頁
- 鈴木 誠・胥 鵬、「取締役人数と企業経営」、『証券アナリストジャーナル』第38巻第9号、2000年、47～65頁
- 須田一幸、『財務会計の機能—理論と実証—』、白桃書房、2000年
- 関根敏隆・小林慶一郎・才田友美、「いわゆる『追い貸し』について」、『金融研究』第22巻第1号、日本銀行金融研究所、2003年、129～156頁
- 高須悠介、「会計利益属性が社債スプレッドに与える影響」、『経営財務研究』第32巻第1・2号、2012年、55～76頁
- 高田知実、「保守主義の定量化とその機能 (2)」、『企業会計』第61巻第2号、2009年

- 田中 亘、「株式保有構造と会社法 —『分散保有の上場会社のジレンマ』を超えて」、『商事法務』No.2007、2013年、30～41頁
- 手嶋宣之、『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス —ファイナンス理論による実証的アプローチ』、白桃書房、2004年
- 徳賀芳弘・太田陽子、「会計の契約支援機能を踏まえた情報提供のあり方について：公正価値評価の拡大の影響を中心に」、『金融研究』第33巻第1号、日本銀行金融研究所、2014年、29～60頁
- 中野 誠、「コーポレート・ガバナンスと会計行動—メインバンク・テークオーバーに見る『従業員主権モデル』の有効性の分析—」、『経済と貿易』第171号、横浜市立大学経済研究所、1996年、81～100頁
- ・大坪史尚・高須悠介、「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー No. 2014-J-4、日本銀行金融研究所、2014年
- ・高須悠介、「利益平準化行動がアナリスト予想と固有株式リターン・ボラティリティに及ぼす影響」、『金融研究』第31巻第4号、日本銀行金融研究所、2012年、175～214頁
- 西崎健司・倉澤資成、「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察」、『金融研究』第22巻別冊1号、日本銀行金融研究所、2003年、161～199頁
- 新田敬祐、「株式持合と企業経営—株主構成の影響に関する実証分析—」、『証券アナリストジャーナル』第38巻第2号、2000年、72～93頁
- 日本会計研究学会特別委員会、「経営者による会計政策と報告利益管理（中間報告）」、2013年
- 額田雄一郎、「イギリス、ドイツ、フランス、オランダ、スペイン、イタリアの各国におけるガバナンス体制と監査役の役割の比較」、『監査役』No.618、2013年、74～85頁
- 野間幹晴、「コーポレート・ガバナンスと経営者の裁量的行動—株式保有構造を中心として」、『會計』第162巻第5号、2002年、116～130頁
- 、「保守主義の実証研究—経済的合理性を中心に」、『企業会計』Vol.60 No.7、2008年、48～54頁
- 広田真一、「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」、橘木俊詔・筒井義郎編著『日本の資本市場』、日本評論社、1996年、247～267頁
- 藤田友敬、「本シンポジウムの目的：日本私法学会シンポジウム『株式保有構造と経営機構—日本企業のコーポレート・ガバナンス』資料」、『商事法務』No.2007、2013年、4～16頁
- 宮島英昭、「日本企業の株式保有構造—歴史的進化と国際的特徴」、『商事法務』No.2007、2013年、17～29頁
- ・新田敬祐、「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」、神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』、金融財政事情研究会、2007年、27～77頁

- ・——、「株式所有構造の多様化とその帰結—株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」、宮島英昭編著『日本の企業統治』、東洋経済新報社、2011年、105～149頁
- ・——・齋藤直・尾身祐介、「企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響—」、『ニッセイ基礎研究所所報』33号、2004年、52～98頁
- ・原村健二・江南喜成、「戦後日本企業の株式所有構造—安定株主の形成と解消—」、『フィナンシャル・レビュー』第68号、2003年、203～236頁
- 三輪晋也、「日本企業の取締役会と企業価値」、『日本経営学会誌』第16号、2006年、56～67頁
- 矢澤憲一、「コーポレート・ガバナンス、監査報酬、利益管理の関連性」、『会計プロGRESS』第12号、2011年、28～44頁
- 柳川範之、『法と企業行動の経済分析』、日本経済新聞社、2006年
- 、「株式公開とコーポレート・ガバナンス」、神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』、金融財政事情研究会、2007年、158～184頁
- 、「経済理論から見たコーポレート・ガバナンス」、神田秀樹・小野傑・石田晋也編著『コーポレート・ガバナンスの展望』、中央経済社、2011年、257～289頁
- 米澤康博・宮崎政治、「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」、橋木俊詔・筒井義郎編著『日本の資本市場』、日本評論社、1996年、222～246頁
- Adams, Renee B., and Daniel Ferreira, “A Theory of Friendly Boards,” *The Journal of Finance*, 62(1), 2007, pp.217-250.
- , and Hamid Mehran, “Bank Board Structure and Performance: Evidence for Large Bank Holding Companies,” *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 2012, pp.243-267.
- Ahmed, Anwer S., Bruce K. Billings, Richard M. Morton, and Mary Stanford-Harris, “The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Cost,” *The Accounting Review*, 77(4), 2002, pp.867-890.
- , and Scott Duellman, “Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), 2007, pp.411-437.
- , and ——, “Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers’ Investment Decisions,” *Accounting & Finance*, 51(3), 2011, pp.609-633.
- , Michael Neel, and Dechun Wang, “Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality?: Preliminary Evidence,” *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 2013, pp.1344-1372.
- Ahmed, Kamran, Jae H. Kim, and Darren Henry, “International Cross-listings by Australian Firms: A Stochastic Dominance Analysis of Equity Returns,” *Journal of Multinational Financial Management*, 16(5), 2006, pp.494-508.

- Alexander, Cindy R., Scott W. Bauguess, Gennaro Bernile, Yoon-Ho Alex Lee, and Jennifer Marietta-Westberg, "Economic Effects of SOX Section 404 Compliance: A Corporate Insider Perspective," *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 2013, pp.267-290.
- Anderson, Anne, and Parveen P. Gupta, "A Cross-Country Comparison of Corporate Governance and Firm Performance: Do Financial Structure and the Legal System Matter?" *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(2), 2009, pp.61-79.
- Andres, Pablo de, Valentin Azofra, and Felix Lopez, "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness," *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 2005, pp.197-210.
- Aoki, Masahiko, and Hugh Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994.
- Armstrong, Christopher S., Wayne R. Guay, and Joseph P. Weber, "The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 2010, pp.179-234.
- Artiach, Tracy, and Peter Clarkson, "Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital," *Australian Journal of Management*, Article in press, 2013.
- Ashbaugh-Skaife, Hollis, Daniel W. Collins, William R. Kinney, Jr., and Ryan LaFond, "The Effect of SOX Internal Control Deficiencies and Their Remediation on Accrual Quality," *The Accounting Review*, 83(1), 2008, pp.217-250.
- Ayers, Benjamin C., Santhosh Ramalingegowda, and P. Eric Yeung, "Hometown Advantage: The Effects of Monitoring Institution Location on Financial Reporting Discretion," *Journal of Accounting and Economics*, 52(1), 2011, pp.41-61.
- Ball, Ray, S.P. Kothari, and Ashok Robin, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 2000, pp.1-51.
- Bandyopadhyay, Sati P., Changling Chen, Alan G. Huang, and Ranjini Jha, "Accounting Conservatism and the Temporal Trends in Current Earnings' Ability to Predict Future Cash Flows versus Future Earnings: Evidence on the Trade-off between Relevance and Reliability," *Contemporary Accounting Research*, 27(2), 2010, pp.413-460.
- Barth, Mary E., John A. Elliott, and Mark W. Finn, "Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings," *Journal of Accounting Research*, 37(2), 1999, pp.387-413.
- , Wayne R. Landsman, and Mark H. Lang, "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, 46(3), 2008, pp.467-498.

- Bartov, Eli, and Gordon M. Bodnar, "Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry and Liquidity: Theory and Evidence," *The Accounting Review*, 71(3), 1996, pp.397-418.
- Basu, Sudipta, "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 1997, pp.3-37.
- Beattie, Vivien, Stephen Brown, David Ewers, Brian John, Stuart Manson, Dylan Thomas, and Michael Turner, "Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach," *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(6), 1994, pp.791-811.
- Beaver, William H., and Stephen G. Ryan, "Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity," *Journal of Accounting Research*, 38(1), 2000, pp.127-148.
- , and ———, "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling," *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 2005, pp.269-309.
- Becker, Connie L., Mark L. DeFond, James Jiambalvo, and K.R. Subramanyam, "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1998, pp.1-24.
- Bernard, Victor L., and Jacob K. Thomas, "Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?," *Journal of Accounting Research*, 27(S), 1989, pp.1-36.
- Bhagat, Sanjai, and Bernard Black, "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance," *The Journal of Corporation Law*, 27(2), 2002, pp.231-271.
- Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, and Michael Welker, "The World Price of Earnings Opacity," *The Accounting Review*, 78(3), 2003, pp.641-678.
- Block, Stanley, "The Role of Nonaffiliated Outside Directors in Monitoring the Firm and the Effect on Shareholder Wealth," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(1), 1999, pp.1-8.
- Bolton, Patrick, Jose Scheinkman, and Wei Xiong, "Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets," *Review of Economic Studies*, 73(3), 2006, pp.577-610.
- Booth, G.Geoffrey, Juha-Pekka Kallunki, and Teppo Martikainen, "Post-Announcement Drift and Income Smoothing: Finnish Evidence," *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(8), 1996, pp.1197-1211.
- Brickley, James A., Ronald C. Lease, and Clifford W. Smith Jr., "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp.267-291.
- Brown, Philip, Wendy Beekes, and Peter Verhoeven, "Corporate governance, accounting and finance: A review," *Accounting & Finance*, 51(1), 2011, pp.96-172.

- Burgstahler, David C., Luzi Hail, and Christian Leuz, "The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms," *The Accounting Review*, 81(5), 2006, pp.983-1016.
- Bushee, Brian J., "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior," *The Accounting Review*, 73(3), 1998, pp.305-333.
- Bushman, Robert M., and Joseph D. Piotroski, "Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions," *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 2006, pp.107-148.
- , and Abbie J. Smith, "Financial Accounting Information and Corporate Governance," *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 2001, pp.237-333.
- , and Christopher D. Williams, "Accounting Discretion, Loan Loss Provisioning, and Discipline of Banks' Risk-Taking," *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 2012, pp.1-18.
- Carlson, Steven J., and Chenchuramaiah T. Bathala, "Ownership Differences and Firms' Income Smoothing Behavior," *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), 1997, pp.179-196.
- Chan, Ann L.-C., Stephen W. J. Lin, and Norman Strong, "Accounting Conservatism and the Cost of Equity Capital: UK evidence," *Managerial Finance*, 35(4), 2009, pp.325-345.
- Chen, Lucy Huajing, David Folsom, Wonsun D. Paek, and Heibatollah Sami, "Accounting Conservatism, Earnings Persistence, and Pricing Multiples on Earnings," *Accounting Horizons* (Forthcoming), 2014.
- Chhaochharia, Vidhi, and Yaniv Grinstein, "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rule," *The Journal of Finance*, 62(4), 2007, pp.1789-1825.
- Chung, Richard, Michael Firth, and Jeong-Bon Kim, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management," *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 2002, pp.29-48.
- Cohen, Daniel A., "Does Information Risk Really Matter ? An Analysis of the Determinants and Economic Consequences of Financial Reporting Quality," *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics*, 15(2), 2008, pp.69-90.
- Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen, "Boards: Does One Size Fit All?" *Journal of Financial Economics*, 87(2), 2008, pp.329-356.
- Core, John E., Wayne R. Guay, and Rodrigo Verdi, "Is Accruals Quality a Priced Risk Factor?" *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 2008, pp.2-22.
- Daouk, Hazem, Charles M.C. Lee, and David T. Ng, "Capital Market Governance: How Do Security Laws Affect Market Performance?" working paper, 2005.
- Daske, Holger, Luzi Hail, Christian Leuz, and Rodrigo Verdi, "Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences,"

- Journal of Accounting Research*, 46(5), 2008, pp.1085-1142.
- Davidson, Ryan, Jenny Goodwin-Stewart, and Pamela Kent, "Internal Governance Structures and Earnings Management," *Accounting & Finance*, 45(2), 2005, pp.241-267.
- Dechow, Patricia M., "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 1994, pp.3-42.
- , and Douglas J. Skinner, "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators," *Accounting Horizons*, 14(2), 2000, pp.235-250.
- DeFond, Mark L., and James Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 1994, pp.145-176.
- , and Chul W. Park, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 1997, pp.115-139.
- Dichev, Ilia D., and Joseph D. Piotroski, "The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes," *The Journal of Finance*, 56(1), 2001, pp.173-203.
- , and Vicki Wei Tang, "Matching and the Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years," *The Accounting Review*, 83 (6), 2008, pp.1425-1460.
- Douthett, Jr., Edward B., and Kooyul Jung, "Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Informativeness of Earnings," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 12(2), 2001, pp.133-159.
- Doyle, Jeffrey T., Weili Ge, and Sarah McVay, "Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting," *The Accounting Review*, 82(5), 2007, pp.1141-1170.
- Easley, David, and Maureen O'Hara, "Information and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, 59(4), 2004, pp.1553-1583.
- Easterwood, John C., Ozgur Ince, and Charu G.Raheja, "The Evolution of Boards and CEOs Following Performance Declines," *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 2012, pp.727-744.
- Ecker, Frank, Jennifer Francis, Irene Kim, Per M. Olsson, and Katherine Schipper, "A Returns-Based Representation of Earnings Quality," *The Accounting Review*, 81(4), 2006, pp.749-780.
- Elias, Nabil, "Discussion of The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Accounting Quality: Evidence from Australia," *Journal of International Accounting Research*, 11(1), 2012, pp.147-154.
- Elliott, John A., and Wayne H. Shaw, "Write-Offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions," *Journal of Accounting Research*, 26(S), 1988, pp.91-119.
- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), "Getting a Better Framework: Prudence," Bulletin, 2013.

- Feltham, Gerald A., and James A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 1995, pp.689-731.
- Ferris, Stephen P., and Xuemin (Sterling) Yan, "Do Independent Directors and Chairman Matter? The Role of Boards Directors in Mutual Fund Governance," *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 2007, pp.392-420.
- Firth, Michael, Peter M.Y. Fung, and Oliver M. Rui, "Ownership, Two-Tier Board Structure, and the Informativeness of Earnings — Evidence from China," *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 2007, pp.463-496.
- Francis, Bill, Iftekhhar Hasan, and Qiang Wu, "The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis," *Accounting Horizons*, 27(2), 2013, pp.319-346.
- Francis, Jennifer, Ryan Lafond, Per M. Olsson, and Katherine Schipper, "Costs of Equity and Earnings Attributes," *The Accounting Review*, 79(4), 2004, pp.967-1010.
- , Per M. Olsson, and Katherine Schipper, *Earnings Quality, Foundations and Trends in Accounting*, 2008.
- Francis, Jere R., Inder K. Khurana, and Raynolde Pereira, "Investor Protection Laws, Accounting and Auditing Around the World," working paper, University of Missouri-Columbia, 2001.
- , and Michael D. Yu, "Big4 Office Size and Audit Quality," *The Accounting Review*, 84(5), 2009, pp.1521-1552.
- Fudenberg, Drew, and Jean Tirole, "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents," *Journal of Political Economy*, 103(1), 1995, pp.75-93.
- Gabrielsen, Gorm, Jeffrey D. Gramlich, and Thomas Plenborg, "Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting," *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7-8), 2002, pp.967-988.
- Garcia Lara, Juan Manuel, Beatriz Garcia Osma, and Fernando Penalva, "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency," working paper, 2010.
- , ———, and ———, "Conditional Conservatism and Cost of Capital," *Review of Accounting Studies*, 16(2), 2011, pp.247-271.
- Garcia Osma, Beatriz, and Belen Gill de Albornoz Noguera, "Corporate Governance and Earnings Management in Spain," working paper, Lancaster University, 2005.
- Givoly, Dan, and Carla Hayn, "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?" *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 2000, pp.287-320.
- Goh, Beng Wee, and Dan Li, "Internal Controls and Conditional Conservatism," *The Accounting Review*, 86(3), 2011, pp.975-1005.
- Gopalan, Radhakrishnan, and Sudarshan Jayaraman, "Private Control Benefits and

- Earnings Management: Evidence from Insider Controlled Firms,” *Journal of Accounting Research*, 50(1), 2012, pp.117-157.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey, and Shiva Rajgopal, “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 2005, pp.3-73.
- Grant, Julia, Garen Markarian, and Antonio Parbonetti, “CEO Risk-Related Incentives and Income Smoothing,” *Contemporary Accounting Research*, 26(4), 2009, pp.1029-1065.
- Guidry, Flora, Andrew J. Leone, and Steve Rock, “Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business-Unit Managers,” *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1999, pp.113-142.
- Gul, Ferdinand A., and Simon Y.K. Fung, “Investor Protection, Cross Listings and Opportunistic Earnings Management,” working paper, 2004.
- Gupta, Manu, and L.Paige Fields, “Board Independence and Corporate Governance: Evidence from Director Resignations,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 2009, pp.161-184.
- Hail, Luzi, and Christian Leuz, “International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?” *Journal of Accounting Research*, 44(3), 2006, pp.485-531.
- Hand, John R. M., “Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Paper Profit or True Financial Gain?” *The Accounting Review*, 64(4), 1989, pp.587-623.
- Harris, Milton, and Artur Raviv, “A Theory of Board Control and Size,” *The Review of Financial Studies*, 21(4), 2008, pp.1797-1832.
- Healy, Paul M., “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 1985, pp.85-107.
- , and James M. Wahlen, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, 13(4), 1999, pp.365–383.
- Helbok, Gunther, and Martin Walker, “On the Nature and Rationality of Analysts' Forecasts under Earnings Conservatism,” *The British Accounting Review*, 36 (1), 2004, pp.45-77.
- Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach, “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, Winter 1991, pp.101-112.
- Hirshleifer, David, Kewei Hou, and Siew Hong Teoh, “The Accrual Anomaly: Risk or Mispricing?” *Management Science*, 58(2), 2012, pp.320-335.
- Holthausen, Robert W., “Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives,” *Journal of Accounting and*

- Economics*, 12(1-3), 1990, pp.207-218.
- , David F. Larcker, and Richard G. Sloan, “Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 1995, pp.29-74.
- , and Richard W. Leftwich, “The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, 17(1), 1986, pp.57-89.
- Huang, Pingsun, Yan Zhang, Donald R. Deis, and Jacquelyn S. Moffitt, “Do Artificial Income Smoothing and Real Income Smoothing Contribute to Firm Value Equivalently ?” *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 2009, pp.224-233.
- Hui, Kai Wai, Steve Matsunaga, and Dale Morse, “The Impact of Conservatism on Management Earnings Forecasts,” *Journal of Accounting and Economics*, 47 (3), 2009, pp.192-207.
- Imhoff, E., “Income Smoothing: an Analysis of Critical Issues,” *Quarterly Review of Economics and Business*, 21(3), 1981, pp.23-42.
- Ishida, Souhei, and Kunio Ito, “The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior,” in Kunio Ito and Makoto Nakano, eds. *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Chapter 3, Springer, 2014.
- Jackson, Scott B., and Xiaotao (Kelvin) Liu, “The Allowance for Uncollectible Accounts, Conservatism, and Earnings Management,” *Journal of Accounting Research*, 48(3), 2010, pp.565-601.
- Jensen, Michael C., Fischer Black, and Myron Scholes, “The Capital Asset Pricing Model; Some Empirical Tests,” in Michael C. Jensen, ed. *Studies in the Theory of Capital Markets*, New York: Praeger, 1972.
- , and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp.305-360.
- Jung, Boochun, Naomi Soderstrom, and Yanhua Sunny Yang, “Earnings Smoothing Activities of Firms to Manage Credit Ratings,” *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 2013, pp.645-676.
- Jung, Kooyul, and Soo Young Kwon, “Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea,” *The International Journal of Accounting*, 37(3), 2002, pp.301-325.
- Kim, Jeong-Bon, and Cheong H.Yi, “Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea,” *Contemporary Accounting Research*, 23(2), 2006, pp.427-464.
- Kim, Myungsun, and William Kross, “The Ability of Earnings to Predict Future Operating Cash Flows Has Been Increasing—Not Decreasing,” *Journal of Accounting Research*, 43(5), 2005, pp.753-780.

- Klein, April, "Firm Performance and Board Committee Structure," *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 1998, pp.275-304.
- , "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 2002, pp.375-400.
- Koch, Bruce S., "Income Smoothing: An Experiment," *The Accounting Review*, 56(3), 1981, pp.574-586.
- Kothari, S.P., Susan Shu, and Peter D. Wysocki, "Do Managers Withhold Bad News?" *Journal of Accounting Research*, 47(1), 2009, pp.241-276.
- Krishnan, Gopal V., "Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management?" *Accounting Horizons*, 17(S), 2003, pp.1-16.
- , and Gnanakumar Visvanathan, "Does the SOX Definition of an Accounting Expert Matter? The Association between Audit Committee Directors' Accounting Expertise and Accounting Conservatism," *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 2008, pp.827-857.
- Kwak, Wikil, and Ho-Young Lee, "Income Smoothing Using Reserve Accounts by Japanese Companies," *The Journal of Applied Business Research*, 24(1), 2008, pp.43-54.
- LaFond, Ryan, and Sugata Roychowdhury, "Managerial Ownership and Accounting Conservatism," *Journal of Accounting Research*, 46(1), 2008, pp.101-135.
- , and Ross L. Watts, "The Information Role of Conservatism," *The Accounting Review*, 83(2), 2008, pp.447-478.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *The Journal of Finance*, 52(3), 1997, pp.1131-1150.
- , ———, ———, and ———, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106(6), 1998, pp.1113-1155.
- , ———, ———, and ———, "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *The Journal of Finance*, 55(1), 2000, pp.1-33.
- , ———, ———, and ———, "Investor Protection and Corporate Valuation," *The Journal of Finance*, 57(3), 2002, pp.1147-1170.
- Lang, Mark H., Karl V. Lins, and Mark Maffett, "Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence on When Transparency Matters Most," *Journal of Accounting Research*, 50(3), 2012, pp.729-774.
- , ———, and Darius P. Miller, "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?" *Journal of Accounting Research*, 41(2), 2003, pp.317-345.
- , Jana Smith Raedy, and Wendy Wilson, "Earnings Management and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to US Earnings?" *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 2006, pp.255-283.

- Larcker, David F., and Scott A. Richardson, "Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choices, and Corporate Governance," *Journal of Accounting Research*, 42(3), 2004, pp. 625-658.
- Lehn, Kenneth M., Sukesh Patro, and Mengxin Zhao, "Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000," *Financial Management*, 38(4), 2009, pp.747-780.
- Leuz, Christian, Dhananjay Nanda, and Peter D. Wysocki, "Earnings Management and Investor Protection: an International Comparison," *Journal of Financial Economics*, 69(3), 2003, pp.505-527.
- Li, Haidan, Morton Pincus, and Sonja Olhott Rego, "Market Reaction to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Earnings Management," *Journal of Law and Economics*, 51(1), 2008, pp.111-134.
- Li, Siqui, "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?" *The Accounting Review*, 85(2), 2010, 607-636.
- Lichtenberg, Frank R., and George M. Pushner, "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, 6(3), 1994, pp.239-261.
- Lintner, John, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics* 47(1), 1965, pp.13-37.
- Liu, Michelle, and Peter, D.Wysocki, "Cross-Sectional Determinants of Information Quality Proxies and Cost of Capital Measures," working paper, 2007.
- McConnell, John J., and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 1990, pp.595-612.
- , and ———, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, 39(1), 1995, pp.131-157.
- Mehran, Hamid, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 38(2), 1995, pp.163-184.
- Mensah, Yaw M., Xiaofei Song, and Simon S. M. Ho, "The Effect of Conservatism on Analysts' Annual Earnings Forecast Accuracy and Dispersion," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 19(2), 2004, pp.159-183.
- Merton, Robert C., "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *The Journal of Finance*, 42(3), 1987, pp.483-510.
- Mitani, Hidetaka, "Additional Evidence on Earnings Management and Corporate Governance," Financial Research and Training Center Discussion Paper Series, 2009-7, Financial Services Agency, Government of Japan, 2010.
- Moody's Investors Service, "Rating Methodology: Global Paper & Forest Products Industry," 2006.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management Ownership and

- Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20 (Jan.-Mar.), 1988, pp.293-315.
- Narayanamoorthy, Ganapathi, "Conservatism and Cross-Sectional Variation in the Post-Earnings Announcement Drift," *Journal of Accounting Research*, 44 (4), 2006, pp.763-789.
- Nguyen, Bang Dang, and Kasper Meisner Nielsen, "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths," *Journal of Financial Economics*, 98(3), 2010, pp.550-567.
- Nickell, Stephen, Daphne Nicolitsas, and Neil Dryden, "What Makes Firms Perform Well?," *European Economic Review*, 41(3-5), 1997, pp.783-796.
- Nikolaev, Valeri V., "Debt Covenants and Accounting Conservatism," *Journal of Accounting Research*, 48(1), 2010, pp.137-176.
- Pae, Jinhan, and Daniel B. Thornton, "Association Between Accounting Conservatism and Analysts' Forecast Inefficiency," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39(2), 2010, pp.171-197.
- Palepu, Krishna G., and Paul M. Healy, "The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices," *Accounting Horizons*, 7(Mar.), 1993, pp.1-11.
- Park, Yun W., and Hyun-Han Shin, "Board Composition and Earnings Management in Canada," *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 2004, pp.431-457.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope, and S. Young, "Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?" *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7)-(8), 2005, pp.1311-1346.
- Penman, Stephen H., and Xiao-Jun Zhang, "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns," *The Accounting Review*, 77 (2), 2002, pp.237-264.
- Piot, Charles, and Remi Janin, "External Auditors, Audit Committees and Earnings Management in France," *European Accounting Review*, 16(2), 2007, pp.429-454.
- Pound, John, "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20(Jan.-Mar.), 1988, pp.237-265.
- Rajgopal, Shivram, and Mohan Venkatachalam, "The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An Empirical Investigation," working paper, 1997.
- Richardson, Scott A., Richard G. Sloan, Mark T. Soliman, and Irem Tuna, "Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices," *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 2005, pp.437-485.
- Riedl, Edward J., "An Examination of Long-Lived Asset Impairments," *The Accounting Review*, 79(3), 2004, pp.823-852.
- Ronen, Joshua, and Simcha Sadan, *Smoothing Income Numbers: Objectives, Means, and Implications*, Boston, MA: Addison-Wesley Publishing Company, 1981.

- , and Varda Yaari, *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer, 2008.
- Rosenstein, Stuart, and Jeffrey G. Wyatt, “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 26(2), 1990, pp.175-191.
- Sharpe, William F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk,” *The Journal of Finance*, 19(3), 1964, pp.425-442.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” *The Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp.461-488.
- Short, Helen, and Kevin Keasey, “Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK,” *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 1999, pp.79-101.
- Shuto, Akinobu, and Tomomi Takada, “Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 2010, pp.815-840.
- Strong, John S., and John R. Meyer, “Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns,” *The Journal of Finance*, 42(3), 1987, pp.643-661.
- Subramanyam, K.R., “The Pricing of Discretionary Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 1996, pp.249-281.
- Sweeney, Amy Patricia, “Debt-Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 1994, pp.281-308.
- Tan, Liang, “Creditor Control Rights, State of Nature Verification, and Financial Reporting Conservatism,” *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 2013, pp. 1-22.
- Teshima, Nobuyuki, and Akinobu Shuto, “Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan,” *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19(2), 2008, pp.107-132.
- Thomas, Jacob K., and Huai Zhang, “Inventory Changes and Future Returns,” *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 2002, pp.163-187.
- Trueman, Brett, and Sheridan Titman, “An Explanation for Accounting Income Smoothing,” *Journal of Accounting Research*, 26(S), 1988, pp.127-139.
- Tucker, Jennifer W., and Paul A. Zarowin, “Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness ?,” *The Accounting Review*, 81(1), 2006, pp.251-270.
- Verriest, Arnt, Ann Gaeremynck, and Daniel B. Thornton, “The Impact of Corporate Governance on IFRS Adoption Choices,” *European Accounting Review*, 22(1), 2013, pp.39-77.
- Watts, Ross L., “Conservatism in Accounting Part I : Explanations and Implications,” *Accounting Horizons*, 17(3), 2003, pp.207-221.
- , and Jerold L. Zimmerman, “Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective,” *The Accounting Review*, 65(1), 1990, pp.131-156.
- , and Luo Zuo, “Accounting Conservatism and Firm Value: Evidence from the

- Global Financial Crisis,” working paper, 2012.
- Warfield, Terry D., John J. Wild, and Kenneth L. Wild, “Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 1995, pp.61-91.
- Wittenberg-Moerman, Regina, “The Role of Information Asymmetry and Financial Reporting Quality in Debt Trading: Evidence from the Secondary Loan Market,” *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 2008, pp.240-260.
- Yang, Joon S., and Jagan Krishnan, “Audit Committees and Quarterly Earnings Management,” *International Journal of Auditing*, 9(3), 2005, pp.201-219.
- Yermack, David, “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, 40(2), 1996, pp.185-211.
- Zhang, Jieying, “The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers,” *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2008, pp.27-54.