
市場の期待利益数値と裁量的会計行動

Earnings Management to Meet and Beat the Market Expectations

岡部 孝好

Takayoshi Okabe

*初出 『国民経済雑誌』第188巻6号(2003年9月)。(注)引用は初出文献によられたい。

**著者 おかべ たかよし

神戸大学名誉教授、経営学博士。大分県生まれ。神戸大学経営学部卒。神戸大学大学院経営学研究科修士課程修了。関西大学教授、神戸大学大学院教授、阪南大学教授、同志社大学教授を歴任。代表的著作に『会計情報システム選択論』(中央経済社)など。

1. 市場の期待と裁量行動

実績利益数値を経営者が裁量的に増減させるのが利益数値制御行動(earnings management: EM)——利益操作、利益調整、利益マネジメントともいう——であるが、このEMの分析における支配的な見方は、EMのインセンティブを醸成するのはステークホルダーとの間の「契約」だとするものである。「契約のネクサス」(nexus of contracts)としての企業には、出資契約、報酬契約、負債契約などの多数の契約が折り重なっていて、それらが経営者を駆り立て、締め付けるために、経営者は会計数値を歪曲しようとする動機に駆られる。EMの研究の支柱をなしてきたのはこの契約セッティング(contracting setting)であり、ステークホルダーとの利害のかかわりの中において、EMに対する経営者のインセンティブが解明される。

しかし、最近では実証会計研究においても、資本市場セッティング(equity market setting)が強調されてきており、市場の規律(market discipline)と裁量的会計行動とのリンクが注目されはじめている⁽¹⁾。競争市場において会計情報を公表すると、市場では株価変動、金利変動など、経済的帰結が発生するが、この市場の帰結(market consequences)は、市場からのリアクションとして経営者の方にフィードバックされてきて、いわゆるブーメラン効果(boomerang effects)が発生する。市場からフィードバックされるこのリアクションが経営者にとって有利か不利かは、会計情報の公表よりも前の段階において予測可能なことなので、経営者は会計数値を裁量的に増減させ、これによって市場を欺

きたいという動機をもちがちになる。この資本市場セッティングにおいては、会計数値を歪めたいという強いインセンティブを植えつけるのは、契約といよりも市場の競争圧力である。

この資本市場セッティングにおいて EM を分析する鍵になるのが、市場における期待(expectation)である。経営者が利益数値を公表するよりも前の段階において、市場では利益数値に対する期待を形成しているが、実績利益数値がこの期待利益数値と食い違っていると、会計数値の公表時点に「期待外の利益」(unexpected earnings)が表面化し、市場にはショックが拡がる。いわゆる「利益の驚き」(earnings surprise)が発生して、その余波として株価の変動、金利の増減などの市場の帰結が経営者の方にフィードバックされてくる。市場からのこのリアクションは、期待外の利益がマイナスの場合に特にきびしいものとなりがちであるから、このことを察知している経営者としては、実績利益数値が市場の期待利益数値に達しそうにない場合には、利益を裁量的に増加させることに動機づけられ、EM よって「利益の驚き」を回避することになる。

本稿で取り上げるのは、この資本市場セッティングにおける EM の分析であるが、第 2 節において、市場のベンチマークとされている期待利益数値が何かについて検討する。次の第 3 節においては、このベンチマークとして 3 つの利益数値を分析し、第 4 節においてその経験的証拠をレビューしてみることにしたい。最後の第 5 節では、要約と展望を行うことにする。

2. 市場のベンチマークと期待利益数値

(1) 3 つのベンチマーク

実証会計研究においては、市場の期待モデル(expectation model)を特定化することがきわめて重要な課題をなすが、市場が期待する利益数値がいったい何なのかについては、いくつかの代替的な見方が提示されており、論者の間に意見の一致はみられない。これまでの先行研究によれば、時系列の回帰モデルや産業別のクロスセクション回帰モデルによる予測利益の説明力が大きいから、市場では過去数期の平均的趨勢とか、業界の平均的趨勢なども市場の期待を導いている可能性がある⁽²⁾。しかし、他にもいくつかの有力な見解があつて、たとえば DeAngelo *et al* [1996]は、過去に連続して利益数値の成長を達成してきた会社が、この成長の持続に失敗すると、市場がきびしい負のリアクションを示すという経験的証拠にもとづいて、持続的成長が市場の期待なのかかもしれないと示唆している。

しかし、最近の実証分析で明らかになってきたことは、意外なことに、市場で使われているのはごく単純な期待モデルだという点である。EM の新しい経験的分析では、特に EM がおきやすいのは、次の 3 つのケースであることが証拠づけられている。

- ① 当期利益がわずかにマイナスになるとき。
- ② 当期利益が前期利益をわずかに下回るとき。
- ③ アナリストの平均的な予測利益をわずかに達成できないとき。

特に不利なリアクションにさらされるという予想が経営者側になれば、これらのケースにおいてEMが増えるようなことはありえないし、市場が利益ゼロ、前期利益、アナリスト予測利益などを意思決定の目安にしているのであれば、これらのケースに経営者に不利なリアクションが生じることは考えられない。これら3つの傾向が存在するとすれば、市場はゼロの利益、前期利益、アナリスト予測利益など、わかりやすい常識的な指標だけを睨んでいて、これらのベンチマークを実績利益数値が超えたかどうかを特に気にしているということの意味している。実績利益数値が市場のベンチマークをわずかでも上回っていると、期待どおりだとして、冷静に反応するが、ほんの少しでもベンチマークを下回ると、市場は失望、落胆をあらわにして、経営者にきびしい負のリアクションを送り返している。これは、利益ゼロ、前期利益、アナリスト予測利益などのベンチマークに、何か特別な含意があることを示唆している。

(2) ベンチマークとしてのゼロの利益

まず利益数値がマイナスなのかプラスなのかは市場にとっては重大な意味をもっていて、利益数値がゼロより上なのか下なのかによって市場のリアクションが大幅に異なってくることが考えられる。利益がプラスであれば収益性がともかく確保されているといえるのに、利益がマイナスであれば、市場に存続する最小限の条件が満たされていない。ゼロより上の数値とゼロより下の数値はたしかに連続しているが、利益数値はゼロを境にして二分されていて、ゼロを判別基準にして不連続になっている。「赤字会社」と「黒字会社」というのは、市場では異なるラベルをもった別群の会社とされ、2つは質の異なる別個のカテゴリーに属すると受けとめられがちなのである⁽³⁾。

市場が利益ゼロの上下によって会社の評価を二分するのは、たぶん心理的な要因によるものであるが、単なるイメージの問題にとどまらない可能性もある。たとえば機関投資家の資金運用マニュアルとか銀行の貸付審査マニュアルに、投資先は「利益がプラスの会社にかぎる」という指針が明記されていれば、マイナスの利益数値を公表することは投資や貸付けの意思決定を変えるであろう。市場におけるこの意思決定の変更は、経営者に負の経済的帰結をフィードバックさせるから、ゼロという数値が重大な意味をもつのは理由のないことではない[Degeorge *et al.*1999]。

いずれにしても、利益数値がマイナスなのかプラスなのかによって市場の評価が根本的に異なってくるとすると、そのことの含意は経営者にとっては重大である。実績利益

数値が、わずかでもゼロを下回ると、たとえば「赤字会社」のラベルを貼られて、重大な負のリアクションが経営者に降り掛かってくる⁽⁴⁾。このラベルの当否を詮索しても意味のないことであるから、経営者としては、当期の予想利益がプラスになりそうにない場合には、とりあえず EM によって実績利益数値を膨らませて、不利な市場のリアクションをかわすことの方が重要になる。市場がプラスの利益数値を期待していることが明白であるかぎり、EM によってこの市場の期待をクリアしないことには、競争の敗者にされるおそれがある。

(3) ベンチマークとしての前期利益

市場の期待についての最も古典的なモデルの1つは、ランダム・ウォーク・モデル (random walk model) である⁽⁵⁾。このランダム・ウォーク・モデルによると、前期の実績利益数値がそのまま当期利益の期待値とみなされるから、式で表すと、次のようになる。

$$\dot{E}_t = E_{t-1} + \varepsilon_t$$

ここで、 \dot{E}_t は当期末の t 時点における利益数値の期待値であるが、これは確率変数である。右辺の E_{t-1} は 1 期前の $t-1$ における実績利益数値であり、 ε_t は t 期における攪乱項を表す。 ε_t はホワイトノイズ系列であり、期待値 (平均) がゼロ、すべての t につき分散が一定で、自己相関係数がゼロだという 3 条件が満たされるものと仮定されている⁽⁶⁾。

このランダム・ウォーク・モデルでは、毎期の期待利益は過去の利益数値の影響を一切受けないので、それぞれが独立して変動する。しかし、ランダムな動きを表す ε_t は期待値がゼロなので、当期の期待利益数値を予測する基礎となるのは前期の実績利益数値だけである。事実、上の式の両辺の期待値をとると、 $E(\dot{E}_t) = E_{t-1}$ となり、 t 期の期待利益数値 $E(\dot{E}_t)$ は $t-1$ 期における実績利益数値 E_{t-1} に等しいことがわかる。

市場の期待がこのランダム・ウォーク・モデルにもとづいているとすると、期待外の利益数値は実績利益数値における当期と前期の差分となるから、利益増加分 (増益) と利益減少分 (減益) が市場の最大の関心事だということになる。増益であれば、市場の期待をクリアしたことになるが、減益は市場の失望を呼んで、負のリアクションを引き起こす。これは、経営者としては少なくとも前期利益なみの実績利益数値を達成しないことには、ペナルティを受けることを意味する。

このランダム・ウォーク・モデルによる場合には、当期利益が前期利益を超えると、市場からの経済的帰結は経営者に有利なものになるのに、減益になると、不利なリアクションに変わる。経営者は、減益の見通しになると、会計的裁量行動か実体的裁量行動によって、実績利益数値を前期利益以上に嵩上げし、外見上、期待外の利益数値がマイ

ナスではなかったかのように装わなければならない。こうして、ランダム・ウォーク・モデルによる場合にも、市場の期待をクリアできそうにないときには、EM が誘発される。

(4) ベンチマークとしてのアナリスト予測

アメリカにおいては、バブル経済崩壊にともない会計不信が拡がったが、その原因の1つとして非難的にされたのは、アナリストの利益予測である。アナリストが公表する四半期ベースの次期予測利益の平均値は市場における最も重要なベンチマークとされており、市場はこの目標は当然に達成されるものとみなしている⁽⁷⁾。このアナリスト予測が達成された場合には、会社の事業は予定どおりに順調に展開されているとして、市場はむしろ積極的に評価するが、アナリスト予測が達成されないとすると、市場は失望して、経営者に対して強烈な負のリアクションを浴びせかける。アナリスト予測を達成した場合と失敗した場合は、経済的帰結が非対称的になっていて、達成に失敗した場合に経営者に課されるペナルティは格段にきびしくなるのである。

アナリスト予測を達成するということは、その場かぎりの短期的な目標の追求であり、長期的な目標を犠牲にしている可能性も大きい。しかし、アナリスト予測を達成することができないときには、市場からの負のリアクションが格別いきびしくなるかぎり、経営者はアナリストの利益予測を超えるというさしあたっての目標を最優先にして、ありとあらゆる EM の手法を駆使せざるをえないことになる⁽⁸⁾。特にわずかな金額だけアナリスト予測利益に足りない場合には、この EM のインセンティブが強くなってしまう。

3. ベンチマークの特徴

利益ゼロ、前期利益、アナリスト予測利益というこれら3つのベンチマークについては、どのような心理的要因にもとづいているのか、それらの優先順位はどうなっているかなどについて、興味深い論点が多い⁽⁹⁾。しかし、ここで重要なことは、共通する特徴が2つあるという点である。まず第1に、ベンチマークを境目にして上下が不連続になっていて、特定の数値の上と下が切り離されている。期待外の利益数値がマイナスになった場合においては、市場は期待利益数値を達成するのに失敗したという点を強調し、マイナスの金額が大きいか小さいかはさして重要なこととはみなさない。たとえ1円でも市場の期待を割り込めば、期待は裏切られたとして、その烙印を押してしまう。期待外の利益数値がプラスとマイナスとでは、あたかも白黒、善悪、勝敗が区別されるかのように、カテゴリーの違いへと結びつけられているのである。第2に、ベンチマークの上側と下側ではリアクションが非対称的になっていて、ベンチマークの達成に失敗した経営者に対して特にきびしいペナルティが課されている。

これらの2つの特徴は、当然のこととして、経営者のEMにそのまま反映されている。経営者からすれば、ベンチマークをクリアしていれば市場の負のリアクションを回避できるから、実績利益数値がベンチマークを大幅に超過しそうな場合には、EM に対する経営者のインセンティブは弱くなる。ベンチマークを大きく超過しそうな場合でも EM の可能性がないわけではないが、それは長期的考慮にもとづくクッキージャー型の EM に変わり、明日に備えて蓄えを残すという理由にもとづく利益削減型の EM となる⁽¹⁰⁾。他方、予想される実績利益数値がベンチマークに不足するとしても、その不足額があまりに大きいとすれば、この場合にも EM のインセンティブは弱くなり、EM が断念されるか、それとも将来に備えて利益削減型のビッグバスが行われる可能性が大きい⁽¹¹⁾。関心の焦点はベンチマークの近傍になるが、予想される実績利益数値がベンチマークにわずかに足りないとすれば、EM によって利益数値を少しだけ増やすことによって、ベンチマークをクリアするという大きなメリットがえられる。わずかに利益数値を増額させるのは容易な（コストが安い）ことであるのに、EM によってえられる経営者のベネフィットは著しく大きい。EM に対する経営者のインセンティブはベンチマークのすぐ下側で最大化されるし、また EM のタイプも、少なくとも短期的には、利益増加型に限定される。

市場において利益ゼロ、前期利益、アナリスト予測利益などがベンチマークとなっているとすれば、予想される実績利益数値がこれらのベンチマークをわずかに下回るときに、EM が誘発されやすい。しかも、この場合における EM のタイプは利益増加型だけであり、EM が行われなかったとしたときに比べて、利益の金額は引き上げられているものと考えられる。とすれば、次の問題は、はたしてこの予測が経験的事実によって証拠づけられるかどうかである。

4. 分布テストによる検証

EM の研究において、1980 年代後半から中心的な分析のツールとされてきたのは、「会計発生処理高」ないし「会計発生高」(accounting accruals)である。会計発生処理高は純利益から営業活動によるキャッシュフロー (CFO) を差し引いた残高として測定されるので、仮に CFO に裁量の余地がないとすると、EM の結果はすべて会計発生処理高に集約される。発生主義会計では、CFO に見越し・繰延べ、減価償却、低価法評価減、引当処理などを付加して純利益を導くが、現金主義から発生基準へのこの調整プロセスにおいて EM が行われやすいとすれば、EM の経験的証拠を発見するには、会計発生処理高を分析するのが最も有効ということになる。

この会計発生処理高の実証分析では、その総額を取り扱うアプローチと、それを構成する1要素（貸倒見積高、R&D 支出など）に焦点を合わせるアプローチとが区別されており、たとえば McNichols[2000]は、前者を総発生処理高アプローチ(aggregate

accruals approach)、後者を個別発生処理高アプローチ(specific accruals approach)と呼んで、2つを明確に区別している。総発生処理高アプローチには、主要なものでも、6種類ほどの代替的な測定モデルが提唱されているし、個別発生処理高アプローチでも、どの個別項目に EM を代表させるかによって、分析の方式が大幅に異なってきた。会計発生処理高に着目する実証分析においては、どのリサーチ・デザインによるのかがきわめて重要であるが、それぞれの優劣については多数の比較研究があるものの、いまだにこの実証分析モデルの選択問題は未解決のままになっている⁽¹²⁾。

経営者がベンチマークをクリアするように EM を行っているとすれば、ベンチマークのすぐ下側において利益増加型の EM が多数検出されると予想されるが、このことの経験的検証には、総発生処理高アプローチであれ個別発生処理高アプローチであれ、従来の会計発生処理高の分析ツールをそのまま適用することができる。事実、岡部[1994a]では、赤字回避を狙う経営者が研究開発 (R&D) 支出を裁量的に調整しているのではないかという仮説が検証されているが、個別発生処理高にもとづくこのアプローチは依然として有効で、利益数値がプラス (黒字) とマイナス (赤字) とでは、R&D の調整額が有意に異なることが証拠づけられている。ベンチマークを超えようとする EM を実証的に分析する場合でも、旧来の会計発生処理高の分析手法を用いるのは、これからも有望な研究方向の1つであることは明らかである。

しかし、1990年代後半になって、会計発生処理高の分析ツールとして新たに「分布テスト」(distributional test)とか「分布アプローチ」(distribution approach)という検証方法が考案され、特にベンチマークの達成に関連する EM については、この手法の有効性が改めて注目を集めている。経営者が EM をまったく行わないとすれば、多数の会社の実績利益数値——たとえば1株あたり利益 (EPS) ——は、ある確率分布を仮定してみると、きれいなベル型の分布 (密度) 曲線にしたがうものと考えられる。しかし、EM によって意図的に操作された場合には、利益数値の分布曲線がいびつに歪んで、ある階級では異様に少ないのに、他の階級では異様に多いというような偏った分布になりがちである⁽¹³⁾。もちろん分布曲線の形状がいびつになっていても、それが EM によるものだとただちに断定できないが、EM が行われた後の時点において、予想通りの形状に分布曲線が歪んでいれば、これは少なくとも EM が行われたことの「間接的証拠」だと主張することができる[McNichols,2000]。

3つのベンチマークの中で、利益ゼロの前後における不連続性に最初に注目したのは Hayn[1995]である。Hayn[1995]は、EM が損失回避のために行われる傾向がある点を指摘し、少額の損失報告企業と少額の利益報告企業の頻度を統計的に分析している。そして、ヒストグラムにおけるゼロのすぐ左側の減少分とすぐ右側における増加分の観察度数を正規分布の期待度数と対比しているが、二項検定(binominal test)によって確率評価してみると、その差異は1%水準で有意なものであることがわかった。ベンチマークが利益ゼロだとした場合、そのすぐ下側の企業は EM によって利益数値を嵩上げするため

に、少額のマイナスの利益数値を報告する企業数は減少するが、代わりにごく少額のプラスの利益数値を報告する企業数が増加しているのである。

この Hayn[1995]の研究をさらに拡張し、EM を利益ゼロ、前期利益という2つのベンチマークに関連づけたのが Burgstahler and Dichev[1997]である。Burgstahler and Dichev[1997]は、①経営者は少額の損失を避けたがるだけでなく、②少額の利益減少をも避けたがる、という2つの傾向を指摘し、もしこれらの傾向が一般的であれば、①公表利益が少額のプラスになっている会社の頻度が異常に多くなり、②公表利益が少額の利益増加になっている会社の頻度が異常に多くなる、と想定している。クロスセクションのプールデータによって分布の形状を検定してみたところ、ベンチマークの下側で企業数が異常に減少し、その上側で異常に増加しているのが確認された。隣接の階級に比べてみると、このベンチマーク近傍の観察度数の増減は期待度数と有意にかけ離れていることが明らかになったのである。

前期利益、利益ゼロというベンチマークのほかに、さらにアナリスト予測利益を取り上げ、EM が起きやすいのはこれらのベンチマークに実績利益数値が少しだけ足りない場合だという仮説を裏付けたのは、Degeorge et al[1999]である。市場には①プラスの利益、②前年度を上回る業績の改善、③アナリスト予測利益の達成、の3つを判断基準にするメカニズムが存在しており、ステークホルダーとの契約を通じて、これらの特定の利益水準を達成することが、経営者の報奨システムに対して黙示的または明示的にリンクされている。この結果として、ゼロより大きい利益、前期に比較した業績の改善、アナリスト予測利益の達成は、経営者がどうしても超えなければならないベンチマーク—閾値(threshold)——になっていて、ベンチマークにわずかに達しない企業において特にEM が引き起こされがちになる。1974-96年間にわたる大量の四半期データをサンプルにして検討してみると、ベンチマークの近傍において実績利益数値の分布にたしかに異常な歪みが生じているし、しかもベンチマークのすぐ下側で分布がくぼみ、そのすぐ上側で膨らむという傾向がはっきりと示されている。ベンチマーク上下におけるこの凹凸が異常であることは、隣接の期待頻度との対比する検定統計量からもはっきりと裏づけられる⁽¹⁴⁾。ベンチマークに少しだけ足りなかった企業においてEM が行われ、その結果としてベンチマークを少しだけ上回る会社が増える傾向は統計的にも検証されていることなのである。

日本の企業をサンプルにして、ベンチマークのすぐ下側でEM が行われているのかどうかを系統的に調査しているのは、須田・首藤[2001]である。須田・首藤[2001]では、経営者が決算短信において公表する次年度予測利益が市場のベンチマークになっているとして、このベンチマークをクリアできない会社におけるEM が検討されている。15,000社にのぼる大量のプールデータを分析してみたところ、ベンチマークすぐ下側にくぼみがあり、そのすぐ上側にこぶができていたことが突き止められた。これは、ベンチマークにわずかに届かない会社においてEM が行われるために、ベンチマークのすぐ

下側で頻度が減少し、その分だけそのすぐ右側の頻度が積み上がったことを意味しており、ベンチマークにわずかに達しない会社において EM が行われるという仮説を見事に裏付けるものである。

5. 結び

市場への会計情報の開示にあたっては、経営者は市場が求めるもの、市場が期待することに積極的に応えていかなければ、市場の競争圧力に押し潰されるおそれがある。実績利益数値が市場の期待を満たすかぎりにおいては、競争市場での存続が許されるが、市場の期待を裏切ってしまうと、市場の負のリアクションを浴びて、わるくすると市場から駆逐されかねない。マーケット・ドリブンのこの競争市場においては、何はともあれ市場の期待に背いては、生き残りを図るのはむづかしい。このきびしい資本市場セッティングにおいて、市場からの不利なリアクションをかわすために行われる戦略的行動の1つが EM にほかならない。この市場指向の EM の特徴を明らかにしたのが、本稿の第1のポイントである。

本稿で明確にされた第2のポイントは、赤字回避、減益回避、アナリスト予測の達成といったきわめて常識的な会計政策が、日本市場だけでなく、国際市場においても大きな意味をもって、利益ゼロ、前期利益、アナリスト予測をベンチマークにした EM が広く発生しているという点である。利益数値が市場においてどう使われ、どう解釈されているかについては未知のことが多いが、EM の実証分析の結果をみるかぎりでは、それはあまり複雑なものではない。市場における会計情報の使い方の中で、経営者が最も気にしているのは、単純な二分割の判別基準として利益数値が利用されることであり、その判別基準をクリアできそうもない場合に、経営者にとっての脅威が最大になっているのである。

<注>

(1) この点の詳細については、Schipper[1989]、Healy and Wahlen[1999]、Dechow and Skinner[2000]を参照されたい。

(2) 会計発生処理高の分析モデルでは裁量的発生処理高(discretionary accruals)の期待値を推計するが、その推計方法として、ランダム・ウォーク・モデル、時系列回帰モデル、クロスセクション回帰モデルなどが知られている[Thomas and Zhang,2000]。ベンチマークとしての市場の期待とういうのは会計発生処理高の期待モデルとはまったく異なるようにみえるが、考え方は同一であり、同じ問題を取り扱っている点に注意しなければならない。

(3) 後にも詳述するように、Degeorge *et al*[1999]はこの現象を説明するために「閾値の理論」(threshold theory)を提示して、期待外の利益数値のプラスとマイナスが単なる数値の符号の違いではなく、何か根本的な格差を暗示しているという点を強調している。利益数値にしてもその増減にしても連続的な数値であ

はずなのに、実際には不連続になっていて、アナリスト予測、前期利益、利益ゼロなどが閾値(threshold)となっていると主張する。

(4) 日本の市場ではこの傾向が特に顕著であり、前期まで黒字であった会社が赤字の利益を公表すると、メディアではしばしば「赤字に転落」と報道し、質的な違いを強調する。

(5) ランダム・ウォーク・モデルについては、桜井[1991]102-122頁を参照されたい。

(6) このランダム・ウォーク・モデルにはいくつかの変種があるが、最も一般的なのがドリフト項つきのランダム・ウォーク・モデルである。このドリフト項つきの場合においては、過去の傾向がドリフト項 d によって表され、右辺に追加される。

$$\dot{E}_t = E_{t-1} + d + \varepsilon_t$$

ドリフト項によって表現される過去の傾向としては、過去3-5期の平均が使われる例が多い。

(7) アナリスト予測では、四半期ごとに当四半期末と1年先の四半期が予測されるし、日本の決算短信では半期の中間財務諸表ベースでも予測利益が発表されることが多い。しかし、これらの違いはここではあまり重要なことではないので、年度決算ベースの予測だけに議論を限定することにしたい。

(8) この場合において、経営者は市場の期待が高すぎるとして、期待利益数値の方を下方に引き下げようとするとも考えられる。アナリスト予測が高すぎるのであれば、アナリストに働きかけ、その予測利益数値を減額させる（日本の場合でいえば、決算短信の次期予想利益を経営者自らが下方修正する）のが最も有効であろう。アナリストは独自の判断にもとづいて行動しているので、この作戦を実行に移すのは簡単なことではないが、IR活動においては、この種の期待の修正をターゲットにして、市場に向けて広報活動を繰り返すことが多い。プレス発表とか機関投資家とのミーティングにおいて内部情報を小出しにして、時間をかけて市場の雰囲気を変更するのがその例の1つである。このような市場への働きかけは、わるくすると「驚き」の回避というよりも、そのタイミングの繰上げになりかねないから、細やかで、息の長い作戦を慎重に展開することになる。このタイプの活動が、「期待のマネジメント」(expectation management)と呼ばれている裁量行動である。

(9) 利益ゼロ、前期利益、アナリスト予測などのベンチマークの中で、どれもが同時に達成できないとき、どれを優先的に達成しようとするのかは重要な論点の1つである。この点にかんしては、Degeorge *et al*[1999]の議論を検討されたい。

(10) 期待外の利益数値がプラスの場合、将来に蓄えを残すために利益削減型の裁量行動が引き起こされる可能性がある。当期において利益を削減しておいて、この蓄えを将来に吐き出すとすれば、時系列でみた場合、利益の変動性(volatility)が抑制されるから、これは利益平準化(income smoothing)が行われることを意味する。なお、クッキージャー準備金(cookie jar reserve)というのは一種の秘密準備金で、現時点ではバランスシートの裏側に余剰を貯め込んでおいて、将来にベンチマークを割り込みそうになったときに、実績利益数値を引き上げる原資として使おうとするものである。

(11) 利益を大幅に増加させる余力がないとか、そのために払う犠牲(コスト)があまりにも大きすぎる場合には、ベンチマークの達成はとて無理だとして、EMが断念される。しかし、この場合において、低い利益数値をいっそう低くする裁量行動がおきがちであることが知られているが、その例の1つがビッグバス(big bath)である。ビッグバスも長期的視点に立つ裁量行動であり、将来においてベンチマークを達成し

やすくすることに狙いがあるとみられている。

(12) 会計発生処理高の代替的アプローチとそれぞれの測定誤差については、McNichols[2000]と Thomas and Zhang[2000]の研究が優れている。

(13) この EM の分布テストでは、経営者が EM を行う前の利益数値は観察不能であるとして、EM によって歪められているかもしれない実績利益数値から出発する。その実績利益数値——たとえば EPS——の分布をたしかめる場合には、金額をたとえば 100 分位の階級に分けて、それぞれの階級に属する会社の頻度を数えて、ヒストグラムを描いてみるが、その場合には利益を株価などで割って、比率に換算し、この比率を標準偏差によって正規化することが多い。利益数値（率）が正規分布にしたがうと仮定できる場合には、正規化された利益（率）は標準正規分布 $N(0,1)$ にしたがうので、この方式による方が検定が容易になるからである。

(14) Degeorge et al[1999]はベンチマーク前後の頻度が隣接する階級の頻度と連続的で、スムーズだとする帰無仮説を統計的に検証するために、 τ 統計量を使っているが、この τ 統計量は t 統計量にきわめてよく似た性質をもつものとみられている。

【参考文献】

- Abarbanell, Jeffrey, and Reuven Lehavy, “Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts’ Earnings Forecast Errors?” *Journal of Accounting Research*, Vol.41, No.1 (March 2003), pp.1-31.
- Burgstahler, David, and Ilia Dichev, “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No.1 (December 1997), pp.99-126.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner, “Reversal of Fortune: Dividend Signaling and Disappearance of Sustained Earnings Growth,” *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.3 (March 1996), pp.341-371.
- Dechow, Patricia, “Accounting Earnings and Cash Flows as measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No.1 (July 1994), pp.3-42.
- Dechow, Patricia., Richard Sloan and Amy Sweeney, “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2 (April 1995), pp.193-225.
- Dechow, Patricia, and Douglas Skinner, “Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators,” *Accounting Horizons*, Vol.14, No.2 (June 2000), pp. 235-250.
- Degeorge, Francois, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, “Earnings Management to Exceed Thresholds,” *Journal of Business*, Vol. 72, No.1 (January 1999), pp.1-33.
- Hayn, C., “The Information Content of Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No.2 (September 1995), pp.125-153.
- Healy, Paul, and James Wahlen, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4 (December 1999), pp. 365-383.
- McNichols Maureen F., “Research Design Issues in Earnings Management Studies,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, No.4-5 (Winter 2000), pp.313-345.
- 岡部孝好、『会計情報システム選択論（増補）』（中央経済社、1993年）。

- 岡部孝好、「会計情報のブーメラン効果と研究開発支出」、『JICPA ジャーナル』、第 6 巻 9 号(1994a 年 9 月)、23-27 頁。
- 岡部孝好、『会計報告の理論——日本の会計の探究——』（森山書店、1994b 年）。
- 岡部孝好、『最新 会計学のコア』（森山書店、2003 年）。
- 桜井久勝、『会計利益情報の有用性』（千倉書房、1991 年）。
- Schipper, Katherine, “Commentary on Earnings Management,” *Accounting Horizons*, Vol.3, No.4(December 1989), pp.91-102.
- 須田一幸・首藤昭信、「経営者の利益予測と裁量的会計行動」、『産業経理』第 61 巻 2 号(2001 年 7 月)、46-56 頁。
- Thomas, Jacob, and Xiao-jun Zhang, “Identifying Unexpected Accruals: A Comparison of Current Approaches,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19 ,No.4-5(Winter 2000), pp.347-376.