

会計数値に対する市場の期待と利益の操作

岡 部 孝 好

1. アナリスト予測と市場の期待

投資者など、市場における会計情報のユーザは、利益数値の期待(expectation)にもとづいて行動していて、会計期間の途中においては、将来の期末時点に公表される会計利益数値を予想して意思決定を行っている。この期待がどのように形成されるのかが重要な論点をなすが、ここでは外生的に与えられるものとして、とりあえずアナリスト予測(analyst forecast)を想定してみることにしよう。アメリカでは現に、アナリストたちが公表する次年度の予測利益の平均値が市場の期待とみられることが多いし、日本でも、経営者が決算短信で発表する次年度予想利益が同様の役割を果たしている¹⁾。

アナリストは期首の時点において期待利益数値を予測するが、会計期末に到達すれば、経営者が正式の会計数値として実績利益数値を市場に公表する。この実績利益数値が市場における事前の期待どおりということも、もちろんないことではない。しかし、実績利益数値が市場の期待に正確に一致するのはまれなことで、実際には、期待利益数値よりも多かったり、少なかったりする。期待利益数値からのこの実績利益数値のずれが「期待外の利益」(unexpected earnings)であり、それが一定の範囲を超えると、市場には、いわゆる「利益の驚き」(earnings surprise)というショックが拡がる。この「驚き」に直面する

1) 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。

と、投資者などは意思決定を修正し、自己の利害を護るから、たとえば株式の売買取引高が増え、株価が変動するし、資金の貸し手は、貸付審査をきびしくしたり、金利を増減させたりする。

経営者による実績利益数値の公表にともない市場取引が変化すると、市場からのリアクションが経営者に向かってフィードバックされてきて、経営者を有利にしたり不利にしたりする。市場における株価の変動、金利の増減などは、経営者の利害に密接にかかわることである。会計情報の公表にはブーメラン効果 (boomerang effects) があって、フィードバックされてくる経済的帰結 (economic consequences) が経営者の厚生にインパクトを与える [岡部, 1994a; 2003]。問題は、会計数値の公表の後に、経営者がどのようなインパクトにさらされるかであるが、それは市場の期待を達成したのかどうかによって違ってくる。

実績利益数値が市場の期待どおりであれば、市場に「驚き」は生じないのだから、経営者が特に不利な経済的帰結にさらされるようなことはないであろう。期待外の利益数値がゼロであれば、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、市場ではむしろ積極的に評価されるかもしれない。期待外の利益数値がかなり大きな値のプラスである場合には、市場の期待とは異なっているとしても、市場にとっては歓迎すべき「驚き」の発生であるから、フィードバックされてくる経済的帰結は経営者に有利なものとなりがちである。しかし、期待外の利益数値がマイナスだということになれば、これは市場の期待を裏切ったことを意味するから、市場は失望して、経営者に対して強烈的な負のリアクションを浴びせかける。期待外の利益数値がプラスとマイナスとでは経済的帰結が非対称的になっていて、期待外の利益数値がマイナスの場合には、経営者に課すペナルティは格段にきびしくなる傾向がある。

経営者は、市場が期待している利益数値がいくらなのかをよく知っているし、会計期間の途中において、期末になったら実績利益数値がいくらになりそうなのかも、正確に予測することができる。期待利益数値と実績利益数値が事

前にわかっているのであれば、予想される期待外の利益数値を計算するのは簡単なことであるし、期待外の利益数値を予測できるのであれば、それを市場に公表したときに、どのタイプの「驚き」が生じるのか、市場のリアクションがどうなるのかも、経営者には予測可能なことである。将来に市場からフィードバックされてくる経済的帰結を、経営者は、期中において前もって読みきることができる。

市場におけるマイナス側の「驚き」を避けるのが得策だとすれば、経営者にとっては市場が期待するとおりの実績利益数値か、それを少しだけ上回る数値を公表するのが、最も無難であり、安全策ということになる。期待外の利益数値がプラス側に振れる場合には市場に「驚き」が生じるが、このプラス側の「驚き」は市場に好感をもって迎えられることであるから、経営者は特に回避しようとはしないであろう²⁾。しかし、期待外の利益数値がマイナスという見通しになると、市場のリアクションがネガティブになるのは確実だから、経営者は重大な脅威にさらされる。

会計期間の途中において、期末時点の実績利益数値が市場の期待利益数値に達しそうにないと経営者が判断しても、事態は成行きに任せて、何の行動も起こさない経営者もいるかもしれない。しかし、期待外の利益数値がマイナスになると予想される場合には、あまりに不利なインパクトが引き起こされるおそれがあるので、経営者は積極的に行動を起こして、不利な結果を避けようとする。その場合に、経営者が選択できる手段は2つある。

まず第1に、経営者は、市場の期待が高すぎるとして、期待利益数値を下方に引き下げようとするのが考えられる。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）のが最も手っ取

2) 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。

り早い方策である。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広げることが多い。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。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。この第1のタイプの活動が、期待のマネジメント(expectation management)と呼ばれているものである。

第2の方策は、市場の期待を超えるように、実績利益数値の方を嵩上げすることである。これが利益のマネジメント(earnings management: EM)であるが、わが国ではこのEMに対して、利益数値制御、利益操作、利益調整、利益マネジメントといった多様な日本語があてられている。

EMでは、「一般に認められた会計原則」(GAAP)にあからさまに抵触しない形で、実績利益数値が裁量的に歪められるが、その方法としては会計的裁量行動(accounting discretion)と実体的裁量行動(real discretion)とが区別されている[岡部, 2003]。会計的裁量行動というのは、会計手続きの選択によって意図的に実績利益数値を増減させることを指し、見越し・繰延べ、減価償却、低価法評価減、費用引当てなどの会計処理方法が操作される。これに対して実体的裁量行動においては、市場取引そのものが操作の対象になり、出荷の繰下げや前倒し、設備投資やR&D投資の増減などによって実績利益数値が動かされる。実体的裁量行動では、モノ、カネの流れが変更され、キャッシュフローそのものが操作されるが、会計的裁量行動では、キャッシュフローが固定され、そのうえで発生主義会計における利益の金額だけが操作を受ける[Schipper, 1989]。

期待のマネジメントもEMも、市場からの不利なリアクションをかわすための戦略的行動であり、市場に対する経営者の能動的な働きかけである[Degeorge

et al, 1999]。市場に対するこの働きかけが功を奏すれば、競争市場に存続できる確率が高くなるが、失敗すれば、競争の敗者とされるおそれがある。期待マネジメントにしても EM にしても、経営者の戦略展開はきわめて綿密であるが、それは企業の生き残りに影響しかねないからである。

2. ランダム・ウォーク・モデルと市場の期待

経営者が期待マネジメントとか EM を行うのは、会計情報に対する市場からの負のリアクションに対抗するためであり、市場に負のリアクションが生じるのは実績利益数値が市場の期待と比べて見劣りするからである。期待外の利益数値がマイナスのときに、負のリアクションが市場からフィードバックされるからこそ、経営者においてはその事前の対策が必要になる。このゲーム的な状況において、ストーリーの発端になっているのは市場の期待であるが、前節の議論においては、その基礎になっているのはアナリスト予測だと想定された。しかし、アナリスト予測は1つの情報源でしかなく、これだけによって市場の期待が一様に形づくられるとみるのは、必ずしも現実的ではない。市場における期待の形成については他にもいくつかの代替的な考え方が存在し、アナリスト予測とは別の指標が市場の期待にかかわっている可能性がある。こうした代替的見解の中で最も古典的な考え方の1つが、ランダム・ウォーク・モデル (random walk model) である³⁾

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。

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

ここで、 \tilde{E} 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

3) 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。

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、自己相関係数がゼロという3条件が満たされるものと仮定されている⁴⁾。

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、 $E(\tilde{E}_t) = E_{t-1}$ となり、 t 期の期待利益数値 $E(\tilde{E}_t)$ 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。

経営者にとって重要なことは、市場の期待を裏切らないことである。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が、減益になると、不利なリアクションにさらされる。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。

4) 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付きのランダム・ウォーク・モデルである。このドリフト項付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。

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

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。

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⁵⁾。

3. 利益数値のプラスとマイナス

ランダム・ウォーク・モデルにおいては、期待利益数値は確率変数であり、前期の実績利益数値とホワイトノイズ系列の攪乱項によってこの期待利益数値が予測されている。ランダム・ウォーク・モデルは分散が一定という制約を受けているが、前期利益数値が高い水準にあるのか低い水準にあるのかはかわりがないし、前期利益数値がマイナス（赤字）であったかプラス（黒字）であったかも無関係である。当期の期待利益数値を予測する手掛かりは前期の実績利益数値だけであり、たとえ前期利益数値が大幅なマイナス（赤字）の場合でも、当期の期待利益数値はそれに等しいと想定される⁶⁾。

しかし、利益数値がマイナスなのかプラスなのかは、どちらでもよいことではなく、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は明白に異なるという見方がある。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ことになる。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る傾向があり、ゼロを判別基準にして不連続になっていることが考えられる。「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である⁷⁾。

5) ランダム・ウォーク・モデルでは、期待のマネジメントは適用の余地がないので、市場の期待を達成する手段としては、EMしか残されていない点に注意されたい。

6) 経営者が市場の期待を達成しようとするということは、市場の期待がそのまま経営者の目標利益に置き換わることを意味するが、前期利益が大幅な赤字であるときに、ランダム・ウォーク・モデルによって、当期もまた大幅な赤字を目標利益とするというのは現実性があるかどうか疑わしい。この点にかんしては、岡部 [1994a] を参照されたい。

7) 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」と報道する。

市場が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。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、会計的裁量行動とか実体的裁量行動を組み合わせ、こ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。

4. ベンチマークとしての期待利益数値

市場の期待がいったい何なのかは、市場にとっても、また経営者にとっても自明のことではない。市場の期待利益数値はアナリスト予測でも、前期利益でも、あるいはまたゼロでもなく、これらとはまったく別のものである可能性もないわけではない。現に、過去に連続して利益数値の成長を達成してきた会社に対しては、市場は当期にも成長を期待していて、この持続的な成長の期待が裏切られると、市場は大きく落胆して、きびしい負のリアクションを示すことが知られている [DeAngelo et al, 1996]。そのほかに、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を期待値としているという有力な見方もある⁸⁾。

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、最近になって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しごく単純な期待モデルだという点である。EM の新しい実証研究は、特に EM がおきやすいのは、次の3つのケースであることを証拠づけている。

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

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、市場がアナリスト予測、前期利益、ゼロなどを意思決定の目安にしているのでなければ、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。3つの EM の傾向が意味しているのは、市場はアナリスト予測、前期利益、ゼロなど、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である。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、「赤字会社」といったラベルによって差別化し、経営者にきびしい負のリアクションを送り返す。

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興味深い論点が多数あ

8) 発生処理高の分析モデルでは裁量的発生処理高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いうのは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。

る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¹⁰⁾。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。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心配しないですむから、実績会計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であり、明日に備えて蓄えを残すという理由によるものであるし、またそうであるから、EMは利益削減型になる¹¹⁾。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

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

11) 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。

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。¹²⁾ 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るれば、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。

市場においてアナリスト予測、前期利益、ゼロ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。

5. 経験的検証と分布テスト

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、「発生処理高」ないし「発生高」(accounting accruals)である。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の結果はすべて発生処理高に集約される。¹³⁾ 発生主義会計では、CFOに見越し・繰延べ、

12) 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も無理だとして、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、これがビッグバス(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。

13) 営業活動によるキャッシュフローは客観的であり、裁量の余地がないというのはよくあ

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, 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 (aggregate accruals) のアプローチ, 後者を個別発生処理高 (specific accruals) のアプローチと呼んで, 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いる。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のである¹⁴⁾

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, 総発生処理高のアプローチであれ個別発生処理高のアプローチであれ, 従来の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 R & D 支出を裁量的に調整しているのではないかというトピックが検討されているが, 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

る誤解の 1 つである。最近における実証会計の研究は, 取引の創出や中止, 取引金額の変更, 取引タイミングの変更などによる EM に注目しているが, この実体的裁量行動が行われた場合には, キャッシュフローそのものが操作されることになる。

- 14) 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。

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 を実証分析する場合でも、旧来の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、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) という検証方法が追加され、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、きれいな釣鐘型の分布 (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¹⁵⁾。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

15) 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。

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を前期利益とゼロ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(1976-1994年)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されている。

前期利益、ゼロのほかに、さらにアナリスト予測を取り上げ、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もっと一般的な形で裏付けたのはDegeorge et al. [1999] である。市場にはプラスの利益、前年度を上回る業績の改善、アナリスト予測を判断の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、プラスの利益、前期に比較した業績の改善、アナリスト予測は、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はくぼみ、そのすぐ上側で膨らむという傾向をはっきりと示している。ベンチマークの上下におけるこの凹凸が異常であることは、隣接の期待頻度と対比する検定統計量からもはっきりと裏づけられている¹⁶⁾。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ているのは明らかなことなのである。

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る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。

6. 結 び

実証会計研究においては、EMに対する経営者のインセンティブを分析することが出発点となるが、これまでの主軸をなしていたのは契約セッティング (contracting setting) である。経営者とステークホルダーとの間に「契約」があって、それが会計情報を通じて経営者を駆り立て、締め付けるからだという

16) 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、スムース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。

のが、経営者をEMに動機づける主要な理由とみられてきた。しかし、最近では資本市場セッティング (equity market setting) が強調されてきており、経営者にEMのインセンティブを植えつけるのは、資本市場からの強烈なリアクションであるという見方が広がってきている¹⁷⁾

会計情報を市場に公表すれば、株価変動、金利変動などが発生する。この市場の帰結 (market consequences) は経営者の利害 (所得、地位、権威など) にインパクトを与えるが、それだけでなく市場における競争の成行きにかかわってくる。競争市場におけるこの市場の規律 (market discipline) は、一面ではエージェンシー問題による効率のロスを削減する働きをするが、他方においてEMのインセンティブを著しく強め、会計情報によって市場を欺くという傾向を醸成していると指摘されている。市場の圧力に押し潰されないためには、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ならない。会計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てしまう。マーケット・ドリブンのこの競争市場において、生き残りを図るために、経営者が採択する戦略が期待のマネジメントであり、EMなのである。市場の期待との関連において、このEMに光をあてるのが本稿の第1の目的をなしている。

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広がったが、その原因の1つとしてしばしば非難の的にされたのは、アナリストの利益予測である。その論調によると、アナリスト予測は、その場かぎりの短期的な利益目標に経営者行動を駆り立てているし、EMに対する経営者のインセンティブを極端なまでに高めて、利益数値の信頼性を傷つけている。経営者はアナリストの利益予測を超えるという近視眼的な目標を最優先にっていて、ありとあらゆる

17) EMに対する市場ベースのインセンティブについては、Healy and Wahlen[1999], Dechow and Skinner [2000] の検討が優れている。

る EM の手法を駆使することによって、この目標を達成しようとしている。利益数値の品質を下落させているのは EM であるし、また EM を導いているのはアナリスト予測である。本稿で究明された第 2 のポイントは、アナリスト予測と EM とのこの関係であり、アナリスト予測と EM の間には密接な関連があることが明らかにされた。

本稿で明確にされた第 3 のポイントは、減益回避、赤字回避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いて、前期利益、ゼロをベンチマークにした EM が広く行われ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ていることであり、その判別基準をクリアできそうもない場合に経営者の脅威が最大になっている。この経営者の状況は、試験の成績の評点よりも、単位になるかならないかだけに気をもんでいる、できのわるい学生のそれによく似ている。

参 考 文 献

- Abarbanell, Jeffry, 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, P., and J. Wahlen, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implication 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.